

장외신용파생상품에 대한 미국의 규제 동향과 시사점

최영렬

(미국변호사·法博, 한국직업능력개발원 부연구위원)

【초 록】

금융 및 상품거래의 성장과 더불어 등록된 거래소가 아닌 장외에서 사적인 거래를 통해, 거래와 연관된 위험을 관리하기 위한 수단들이 발달되어 왔다. 스왑계약의 발달은 이러한 위험들을 인식하고 분리하여 거래할 수 있도록 해주었다. 최근에는 스왑계약의 일종인 신용파생상품 거래가 급격하게 증가하고 있다. 우리나라는 2005년에 증권회사에 장외파생금융상품 업무를 할 수 있도록 허용했다.

본 연구는 장외파생상품 중 가장 인기가 높은 신용파생상품(신용디폴트스왑과 총수익스왑)의 미국에서의 규제현황을 분석하여, 우리나라의 규제정책에 주는 시사점을 제시하고자 하였다. 미국의 신용파생상품 관련 증권거래위원회와 상품선물거래위원회의 규제 관련 법률을 분석하였다. 장외파생상품과 스왑계약의 불확실성과 위험을 줄이기 위해 계약서를 표준화하기 위해 노력하고 있는 국제스왑및파생상품협회의 주요 표준계약서를 검토하였다. 스왑거래 관련 법적 문제가 발생했을 때 미국의 법원들은 어떻게 판결했는지를 분석하였다. 이를 통해 스왑계약과 신용파생상품계약을 다루는 데 있어 판사가 어떤 법률을 적용할지 예측할 수 없는 불확실성이 존재한다는 교훈을 얻었다.

마지막으로 미국의 사례와 우리나라의 규제 현황을 비교하기 위해 한국의 장외파생상품 관련 규제법규를 검토하고 미국의 사례가 한국에 주는 시사점을 도출하였다.

주제어 : 장외파생상품 / 스왑 / 신용파생상품 / 증권거래위원회 / 상품선물거래위원회 / 국제스왑및파생상품협회 / 법원의 판결 / 증권거래법 / 선물거래법 / 외국환거래법

【차 례】

- I. 서 론
- II. 스왑계약의 정의 및 역사
 1. 스왑계약의 정의
 2. 스왑계약의 역사
- III. 신용파생상품의 종류
 1. 신용디폴트스왑
 2. 총수익스왑
- IV. 신용파생상품 관련 위험
 1. 신용위험
 2. 시장위험
- V. 미국의 신용파생상품 관련 법률과 규제 현황
 1. 연방법률과 정부기관의 규제
 2. 증권거래위원회의 규제
 3. 상품선물거래위원회의 규제
- VI. 장외파생상품과 스왑계약 표준화를 위한 국제적 노력과 한계
 1. 기본계약서
 2. 부속계약서

3. 담보설정계약서

4. 거래확인서

5. 표준화의 한계

VII. 스왑거래에 대한 미국 법원의 판결

1. 신의성실의무

2. 사 기

3. 권한 밖의 행위

4. 적합성

5. 계약위반

6. 법원 판결 요약

VIII. 국내파생상품 규제 현황

1. 증권거래법

2. 선물거래법

3. 외국환거래법

IX. 미국 사례가 한국시장에 주는 시사점

1. 규제의 형태와 규제기관 측면

2. 장외파생상품의 거래적격자 기준

3. 표준계약서 사용

4. 규제의 명확화

5. 전문인력 육성

6. 거래방식 제한

7. 위험관리를 위한 인프라

I. 서 론

장외파생상품은 등록된 거래소 이외의 장소에서 사적으로 협상된 다양한 종류의 파생상품이다.1) 장외파생상품은 이자율스왑(interest rate swaps), 통화스왑(currency swaps), 이자율 캡(interest rate caps), 칼러(collars), 플로어(floors), 스왑 옵션(swap options), 상품가격스왑(commodity price swaps), 지분스왑(equity swaps), 신용파생(credit derivatives), 기후파생(weather derivatives), 그 외 다수의 금융파생상품들을 포함한다. 스왑계약(Swap Agreement)은 장외파생상품(over-the-counter derivatives) 계약 중 가장 인기 있는 형태의 하나다. 스왑계약은 거래당사자간의 협상을 통해 미리 정한 공식에 따라 계산된 현금지급흐름을 주기적으로 교환하기 위한 계약이다.2)

스왑계약 중 신용파생상품 스왑의 대표적인 예는 신용디폴트스왑(Credit Default Swaps)과 총수익스왑(Total Return Swaps)이 있다.3) 스왑시장의 인기는 시장참여자들이 다양한 형태의 상품 또는 금융거래와 연관된 위험(risks)을 관리하기 위해, 스왑계약을 이용하면서 경험한 성공으로 인해 지속적으로 증가되었다. 이러한 경험을 통해 스왑딜러는 금융포트폴리오와 연관된 다양한 위험들을 인식하고 분리할 수 있게 되었고, 관련된 금융위험을 다루는 스왑계약을 체결할 수 있는 능력을 키워왔다. 이 과정에서 다수의 시장참여자들이 스왑계약을 통해 치명적인 손실을 입은 경우도 발생했다.4) 따라서 시장의 경이로운 성장과 더불어 발생하는 손실 때문에 스왑시장에 대한 규제 문제가 지속적으로 제기되어 왔다.

우리나라의 경우 장외파생상품에 대해 업종별 규제를 실시해 왔다. 즉 은행업무와 관련된

부수업무에 관한 지침을 통해 은행에 장외파생상품거래를 허용해 왔으나, 증권회사는 장외파생상품 업무를 취급할 수 없었다.5) 또한 장외파생상품은 선물거래법과 외국환거래법의 규제도 받아왔다. 장외파생상품거래에 대해 허용은 되었지만 법적으로 구체적인 제한이나 절차도 없고, 경험도 부족한 상태에서 대한생명이 1997년 J.P. Morgan과의 총수익스왑 계약에서 막대한 손실을 입은 사건은 우리나라에 커다란 충격을 던졌다. 증권회사에 장외파생상품 업무를 허용할 것인가에 대해 많은 논의가 있어 왔으며, 2005년 1월 증권거래법 시행령이 개정되면서 증권회사가 장외파생상품의 거래와 그 거래의 중개, 주선 또는 대리를 할 수 있는 길이 열렸다.6)

미국 금융시장 규제의 전통적 방법에는 크게 상품별 규제와 시장참여자에 대한 규제의 두 가지 형태가 있다. 첫째는 상품별 규제이다. 새로운 금융상품이 증권(Security) 또는 선물(Future) 중 어디에 속하느냐에 따라 규제당국이 달라진다. 선물은 상품거래소를 통하여 현재의 시점을 기준으로 하여 장래의 특정 시점에 일정한 상품을 양도/양수할 것을 약정했다가, 약정된 기일이 도래하기 전에 반대매매를 통해 차이가 나는 금액을 결제하거나, 또는 약정일이 도래한 후 실물을 양도/양수함으로써 계약을 종결하는 거래방식이다. 선물과 달리 스왑은 거래당사자간에 협상된 맞춤형 조건과 관련이 있으며, 계약기간 종료 전에 상계처리하기보다는 만기까지 보유하는 것이 일반적이다. 스왑시장은 거래참여자들이 원하는 개별적 금융요구에 맞도록 특별히 고안된 금융수단들을 디자인하는 매우 창의적인 시장이다. 증권이나 선물과 다른 특징을 갖고 있는 스왑계약을 증권이나 선물로 분류하는 것은 적절하지 않으며, 선물이나 증권과 같은 작은 범주에 쉽게 포함될 수도 없다.7) 스왑계약을 기존의 증권이나 상품 관련 법의 규제를 받게 하는 것은 새로운 상품의 발전을 저해하고, 스왑딜러들이 규제가 약한 외국의 스왑딜러들과의 경쟁에서 불리하게 만드는 결과를 가져올 수 있다.8)

둘째는 스왑거래를 수행하는 시장참여자에 대한 규제이다. 가장 큰 스왑딜러인 은행은 연방은행감독기관에 의해 감독되며, 이들이 부과하는 법적 요구사항에 의해 제한을 받는 반면9) 증권회사와 보험회사는 약한 제한을 받거나 또는 전혀 규제를 받지 않는다. 1990년부터 1995년까지 전체 스왑거래 중 은행이 69%, 증권회사가 27%, 보험회사가 4%를 거래했다. 은행은 통화감독청(The Office of the Comptroller, OCC), 은행지주회사와 주법에 의해 설립된 은행들은 연방준비제도(The Federal Reserve System, FED), FED의 회원사가 아닌 은행들은 연방저축보험회사(The Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), 연방보험에 가입한 저축기관과 저축기관 지주회사는 저축기관감독청(Office of Thrift Supervision, OTS)의 감독을 받는다.

본 연구에서는 미국에서 행해지고 있는 신용파생상품 규제 중 상품별 규제에 대해 검토하고, 우리나라의 장외파생상품 규제와 관련된 시사점을 도출하고자 한다. 이를 위해 II.에서는 스왑에 대한 정의와 역사를 검토하였다. III.에서는 신용파생상품에 대해 정의하고 두 가지 대표적인 신용파생상품을 검토하였다. IV.에서는 신용파생상품과 관련된 여러 위험 중 신용위험과 시장위험을 검토하였다. V.에서는 신용파생상품 관련 미국 증권거래위원회(Security Exchange Commission, SEC)와 상품선물거래위원회(International Swaps and Derivatives Association, Inc., ISDA)의 규제에 대해 관련된 법률을 통해 분석하였다. VI.에서는 신용파생상품 관련 계약의 표준화를 위한 국제적 노력으로, 가장 널리 사용되고 있는 국제스왑및파생상품협회(International Swaps and Derivatives Association, Inc., ISDA)의 표준계약서를 분석하였다. VII.에서는 스왑 관련 미국 연방법원(Federal Courts)의 판결내용

을 분석하였다. VIII.에서는 우리나라의 장외파생상품 관련 증권거래법, 외국환거래법, 선물거래법, 한국증권선물거래소법을 분석하였다. 마지막으로 IX.에서는 미국의 사례가 한국시장에 주는 시사점을 제시하였다.

II. 스왑계약의 정의 및 역사

1. 스왑계약의 정의

스왑계약은 거래당사자간의 협상을 통해 미리 정한 공식에 따라 계산된 현금지급흐름을 주기적으로 교환하기 위한 계약이다.¹⁰⁾ 스왑계약 당사자는 교환하려고 하는 통화의 종류, 적용 가능한 이자율, 감가상각 등 당사자간에 합의된 어떤 내용들도 계약서에 상세하게 기재한다. 스왑계약의 계약금액은 스왑거래의 만기가 변함에 따라 변한다. 전통적인 스왑계약의 주 이용자는 금융기관, 기업, 자치단체 등이다. 스왑계약은 조직화된 상품거래소가 아닌 장외(over-the-counter)에서 거래되는 맞춤형 금융계약(customized financial contract)이다. 스왑계약을 원하는 자들은 대부분 포지션, 금액, 만기 등 여러 조건에서 자신의 요구사항을 완벽하게 맞춰줄 수 있는 상대방을 찾는다. 그러나 이런 조건을 갖춘 상대방을 찾는 것은 매우 어렵고, 유사한 거래조건을 가진 쌍방이 동시에 스왑딜러를 접촉하기도 쉽지 않다. 그 결과 많은 경우에 스왑거래를 원하는 자들은 각각 서로 다른 시점에 스왑딜러와 계약을 체결하게 된다. 이 경우 스왑딜러는 원 계약자로서 자신의 계산으로 스왑계약 희망자와 계약을 체결하게 된다. 이렇게 체결된 계약을 보유한 딜러는 포지션에 따른 위험을 회피하기 위해 다른 거래들을 체결하면서, 이미 체결된 스왑계약과 동일한 조건을 원하는 상대방을 탐색한다. 그 동안 최초의 계약자와 딜러는 스왑거래에 따른 약정된 금액을 주고 받는다.¹¹⁾ 이와 같이 딜러가 개입함에 따라 거래일방은 스왑거래의 상대방이 누구인지 모르는 경우도 발생한다.

2. 스왑계약의 역사

스왑계약은 영국정부의 외환거래규제를 우회하기 위해 사용된 백투백론(back-to-back loan) 또는 패러렐론(parallel loan)의 연장선상에 있다. 영국정부는 영국자본의 해외유출을 막기 위하여, 영국화폐를 사용하는 외환거래에 세금을 부과하는 외환거래규제를 실시했다. 백투백론은 서로 다른 국가의 두 개 기업이 국내에서 외환시장을 통해 환전을 하지 않고 자국 내에서 대출을 받아 자국 내 타국 기업에 대부를 해주도록 허용하는 것이다. 패러렐론은 백투백론과 유사하나 두 개의 기업이 아닌 네 개의 기업이 관여한다는 차이가 있다. 두 가지 형태의 대부 모두 대부원금, 이자율 형태, 쿠폰지급의 빈도 등 대부조건 등에서 금융적으로 완벽하게 대칭되는 상대방을 찾아야 했다. 이런 탐색과정에서 상당한 비용이 발생했다. 패러렐론과 백투백론은 상대방과 독립적인 두 개의 별도 계약서를 작성해야 했으며, 거래 일방이 채무를 이행하지 못하더라도 상대방은 자신의 의무를 면할 수 없었다. 그 결과 세금을 회피할 수는 있었지만, 상대방을 찾는 노력과 그에 따른 비용, 그리고 상대방의 채무불이행(default) 상황에 따른 위험들을 항상 수반하고 있었다.

스왑시장의 발달은 이런 문제들을 해결해 주었다. 스왑딜러의 등장은 상대방을 찾는 어려움을 덜어주었다. 스왑딜러는 거래를 원하는 당사자들을 찾아서 연결시켜 주는 agent의 역할과, 자신의 계산으로 거래당사자가 되어 스왑계약을 체결하기도 한다. 스왑계약은 한 개의 계약서로 구성되며 계약당사자의 현금지급흐름을 상세하게 표시하고 있으며, 거래 일방이 채무를 이행하지 않을 경우 상대방도 이행의무가 면제된다.¹²⁾ 또한 스왑계약은 거래상대방의 필요에 따라 상계처리하거나 거래를 종료할 수 있도록 정할 수 있다. 스왑계약의 거래당사자는 계약조건상 자신들의 권리나 의무를 이해관계가 없는 제3자에게 양도할 수 없도록

되어 있다. 그러나 스왑시장의 유동성을 제고하기 위하여 거래당사자는 금융상황 변화에 따라 자신들의 스왑포지션을 제거하기 위해, 스왑계약을 판매하거나 마감상계(close-out netting) 할 수 있다.

첫 번째 통화스왑은 1979년에 World Bank와 IBM 사이에 체결된 것으로 알려져 있다. 이 스왑계약에서 세계은행은 스위스와 독일의 사업운동을 위해 직접적으로 스위스나 독일의 자본시장에 접근하지 않고, 스위스 프랑과 독일 마르크를 확보하였다. 통화스왑의 출현 후 이자율스왑이 도입되었다. 이자율스왑은 이자율 지급을 현금지급처럼 쉽게 해줘야 한다는 이론에 근거하여, 거래상대방들로 하여금 고정이자율로 차입한 금액을 변동이자율로 전환할 수 있도록 해주었다. 첫 번째 이자율스왑은 1981년에 런던에서 있었던 것으로 알려져 있다. 학자금대부마케팅협회(Student Loan Marketing Association, Sallie Mae)가 단순한 이자율스왑(plain interest rate swap) 거래를 체결하였다. 1986년에 Chase Manhattan Bank는 미리 정해진 상품의 고정가격에 기초하여 상대방에게 현금흐름을 매분기마다 정기적으로 지급하는 상품스왑(commodity swap)을 체결하였다. 이에 대한 반대급부로 상대방으로부터 미리 정해진 상품의 변동가격에 따른 현금흐름을 매분기마다 지급받기로 하였다. 신용스왑은 비교적 최근에 도입되었으나 ISDA에 따르면 신용디폴트스왑(Credit Default Swap)의 명목금액이 2001년 6월말 기준 \$631.50 billion에서 2004년 12월말 기준 \$8,422.26 billion으로 불과 3년 반 사이에 10배 이상 확대될 정도로 그 활용도는 매우 빠르게 증가하고 있다.¹³⁾

III. 신용파생상품의 종류

신용파생상품은 신용에 민감한 준거자산(reference assets)과 연결된 위험을 거래를 원하는 상대방에게 이전하기 위한 장외파생상품의 일종이다. 위험을 분리하여 이전한 거래자는 신용사건(credit events)¹⁴⁾ 발생시 위험에서 보호를 받는다. 신용사건은 파산(bankruptcy),¹⁵⁾ 의무조기이행(acceleration),¹⁶⁾ 준거자산 또는 발행자의 가치 하락(downgrade of the reference asset or its issuer), 지급거절 또는 지급정지(repudiation or moratorium),¹⁷⁾ 구조조정(restructuring)¹⁸⁾ 또는 채무불이행(payment default) 등이다. 준거자산으로는 회사채(bank loan), 대출금(corporate debt), 신흥시장과 시의 부채(emerging market and municipal debt), 전환증권(convertible securities) 등 다양하다.

신용파생거래와 관련된 기관으로는 은행(commercial banks), 보험회사(insurance companies), 증권회사(security companies), 기업(corporations), 머니매니저(money managers), 뮤추얼펀드(mutual funds), 헤지펀드(hedge funds), 연금펀드(pension fund) 및 개인이 있다. 신용파생상품은 다른 스왑거래가 시장위험을 관리하는 것처럼 신용위험을 관리하기 위해 최근에 도입된 새로운 장외파생상품이다.¹⁹⁾ 전형적으로 은행은 고객의 채무불이행시 대부금 회수를 보장하기 위하여 신용파생상품을 구입한다. 가장 많이 사용되는 신용파생상품은 신용디폴트스왑(Credit Default Swaps, CDS)과 총수익롤스왑(Total Return Swaps, TRS)이다.²⁰⁾ 이 두 상품은 모두 신용준거자산 또는 부채의 이행에 따른 현금흐름의 지급에 관한 것이다.

1. 신용디폴트스왑(Credit Default Swaps, CDS)

신용디폴트스왑은 준거자산(reference assets)의 신용사건(credit events) 발생에 따른 손실 보장을 위해 보장매입자(protection buyer)가 보장판매자(protection seller)에게 매기 일정한 수수료를 지급하기로 약정하는 신용파생상품계약이다.²¹⁾ CDS는 준거자산의 신용사건 발생에 따른 신용손실을 보호하기 위한 목적으로 사용된다.

신용사건은 반드시 공개적으로 검증 가능해야 하며 보장판매자는 신용사건이 발생하더라도 미리 정해진 한도를 넘지 않은 경우에는 보장매입자에게 지급의무를 부담하지 않는 경우도 있다. 이를 중요성 조항(materiality threshold)이라고 한다.²²⁾ 중요성 조항은 어떤 사건을 신용사건으로 규정하느냐 하는 문제와 관련하여, 계약사항을 이행하기 위한 판단의 기준을 제공한다. ISDA 약식거래확인서(Short Form Confirmation)의 중요성 조항은 채무불이행 요건(default requirement) 또는 ISDA의 용어정의항목 중 신용사건 지급요건(payment requirement)에 포함되기도 한다.

보장매입자가 신용위험을 보장판매자와 교환하는 CDS는 보장 또는 standby letter of credit와 유사하나 동일하지는 않다. 보장매입자는 분기별 또는 매년 준거자산의 액면가치에 대한 basis points²³⁾에 해당하는 수수료를 보장판매자에게 지급하기로 계약한다. 반대로 보장판매자는 신용사건 발생시 지급하기로 미리 시장가치에 근거해 합의한 금액 또는 신용사건 발생을 예상하고 준거자산의 가치에 대해 미리 설정한 고정비용을 보장매입자에게 지급하기로 계약한다. 보장판매자가 부담해야 할 금액은 준거자산의 최초의 명목금액과 실제 시장가격의 차이, 미리 정해진 금액, 또는 준거자산 가격의 일정비율 등이다. 보장판매자는 보장매입자의 해당 준거자산을 매입하여 채무자와 직접 거래할 수도 있다.

2. 총수익스왑(Total Return Swaps, TRS)

총수익스왑은 보장매입자가 기발행되거나 보장되거나 또는 제3자에 의해 체결된 대출, 부채 증권, 금융자산 등의 준거의무(reference obligation)의 총수익에 기초한 신용파생계약으로서, 일시에 또는 정기적으로 금액을 지급하기로 약속하는 계약이다.²⁴⁾ 금액은 이자율, 배당, 수수료 지급 및 준거의무의 시장가치 상승에 따라 계산된다. 보장판매자는 명목금액(notional amount)과 준거의무의 시장가치 하락에 따라 결정된 금액을 일시에 또는 정기적으로 지급한다.

대출금이나 주식의 경우 총수익은 이자와 수수료를 포함하고, 최종가격과 최초가격의 차이를 차감한 금액이다. 보장판매자는 LIBOR(London Interbank Offered Rate)²⁵⁾와 같은 준거이자율, 스프레드, 준거자산의 가격 하락분을 보장매입자에게 지불한다. TRS의 당사자도 신용디폴트스왑과 마찬가지로 명목금액, 지급조건, 준거상대방, 준거자산 등에 대해 개별적으로 협의한다. TRS의 만기는 준거자산의 만기와 일치될 필요는 없으며, 언제든지 종료할 수 있다. CDS와 동일하게 보장판매자는 준거자산을 매입할 수 있는 선택권이 있다.

IV. 신용파생상품 관련 위험

신용파생상품 관련 다양한 위험 가운데 중요한 것은 시장위험(market risk)과 신용위험(credit risk)이다.²⁶⁾ 시장위험과 신용위험은 시간의 흐름과 더불어 존재한다. 언제든지 일정기간에 걸쳐 금전 또는 상품을 주고 받을 것을 예상할 때, 외부적인 위험은 미래에 이전할 의무의 가치 또는 이전 가능성을 감소시킨다. 위험과 시간경과에 따라 이전할 의무의 가치나 가능성을 감소시키지 않을 무위험이, 시장위험과 신용위험에 대처하기 위한 스왑거래를 촉진시키는 요인이다. 스왑계약은 시간경과에 따라 이행할 의무의 가치 및 가능성에 많은 관심을 갖는다.

1. 신용위험(Credit Risk)

신용파생상품의 거래참가자는 원하지 않더라도 상대방의 신용사건 위험에 노출되게 된다. 신용위험은 거래상대방위험(counterparty risk)과 결제위험(settlement risk)으로 구분할 수 있다. 거래상대방위험은 거래상대방이 스왑계약 만기일 이전에 지급불능이 될 위험이다. 결제위험은 거래일방은 계획된 이행을 다했는데 상대방이 이에 상응하는 이행을 하지 않을 위

험이다.

신용위험을 결정하는 주요 요인은 준거자산과 거래상대방의 신용의 질이다. 일반적으로 보장판매자에게 있어 신용위험은 대부참여, 신용장, 장부 외 보장 등의 신용준거로부터 발생한다. 보장매입자의 신용위험은 구매자가 준거자산을 보유하거나, 신용과생상품계약이 거래상대방에게 노출될 위험이다. 준거신용에 문제가 생기거나 거래상대방이 의무를 이행하지 않을 때 보장매입자는 손실을 경험한다. TRS의 경우 보장매입자와 보장판매자가 동시에 거래상대방의 신용위험에 노출되는 경우도 있다. 특히 은행의 경우 딜러로서 두 개의 상계되는 포지션을 연결시키는 역할을 하기 때문에 거래상대방 위험이 주된 위험이 된다. 이런 위험 때문에 보장판매자는 저당을 통해 보장지급의무를 보증하거나 명성 있는 금융기관을 이용하기도 한다.

2. 시장위험(Market Risk)

통화감독청(Office of the Comptroller of the Currency, OCC)은 시장위험을 준거자산 또는 준거자산 포트폴리오 시장가격의 불리한 변화로부터 발생하는 노출("the exposure arising from adverse changes in the market value(the price) of an instrument or portfolio of instruments")이라고 정의하고 있다. 시장위험은 일반적 시장위험과 특정시장위험으로 구분된다. 일반적 시장위험은 시장변화의 폭이 커서 장부상, 장부 외의 항목의 가치에 영향을 미치는 위험을 의미한다. 특정시장위험은 준거자산 발행자의 신용위험과 같이 일반적 시장위험이 아닌 개인적 포지션의 시장가치 변화에 따른 위험으로 구분할 수 있다.

신용과생상품시장 참여자들은 최종소비자(end-user)로서 신용과생상품계약을 체결하기도 하지만, 딜러로서 동일한 또는 유사한 준거자산의 신용보장을 매매하기도 한다. 적극적으로 특정포지션을 채택하는 기관과 딜러는, 일반적으로 가격변동으로부터 발생하는 이익을 기대하기 때문에 시장위험에 노출될 수 있다. 파생신용상품의 최종소비자도 단기적 투자 또는 단기적 이익 관리를 위한 목적이라면 일정수준의 시장위험에 노출되게 된다.

딜러는 내부한도 설정 또는 신용거래 가격 책정 등을 통해 위험을 관리하는 것이 바람직하다. 거래참여자들은 현금흐름의 위험을 즉시 헤지(hedge)할 수 있는 폭넓은 딜러시장이 부족하기 때문에, 신용과생상품의 유동성이 거래소 상품에 비해 다소 제한적이라는 점을 고려해야 한다.

V. 미국의 신용과생상품 관련 법률과 규제 현황

1. 연방법률과 정부기관의 규제

미국은 오래 전부터 신용과생상품을 규제하는 감독기관 및 관련 법률을 보유하고 있다. 첫째로, 1933년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)에 근거하여 주식, 채권, 옵션 등을 포함한 증권(securities)²⁷을 규제하는 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, SEC)가 있다. 둘째로, 상품거래법(Commodity Exchange Act, CEA) ²⁸에 근거하여 다양한 상품거래 및 지수 등을 포함한 선물(futures)²⁹을 규제하는 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)가 있다. 연방의회는 상품거래법을 통과시킨 후 선물거래의 불안정하고 내부적인 복잡함에서 투자자를 보호하고, 널리 퍼져 있는 선물거래의 남용을 방지하기 위해, 1974년 CEA를 수정해 상품선물거래위원회를 설립했다.³⁰ 연방준비위원회(Federal Reserve Board, FRB)를 위시한 다른 연방기관들 또한 신용과생상품을 규제하는 역할을 수행한다. 1998년 러시아 금융위기로 발생한 Long-Term Capital Management 헤지펀드³¹ 부도사태에서 보여줬듯이, FRB는 위험에 관해 체계적 관심을 갖고 적극적인 역할을 수행한

다. 다음에서는 신용파생상품 관련 양대 규제기관인 증권거래위원회와 상품선물위원회의 규제내용을 분석한다.

2. 증권거래위원회의 규제(Regulations by SEC)

2000년 상품선물현대화법(Commodity Futures Modernization Act, CFMA)³²⁾ 시행 이전의 증권 관련법하에서 신용파생상품의 지위는 불확실했다. CFMA는 Gramm-Leach-Bliley Act의 Section 206A에 신용파생상품계약에 대한 새로운 정의를 추가했다. 추가된 내용은 신용파생상품계약이 자격 있는 계약참여자(eligible contract participants, ECP)에 의해 체결되고, 가격과 수량 외에 거래의 중요조건들이 개인간의 협상에 의한 것이라는 조건아래, 이자율, 통화, 신용, 지분, 상품, 날씨 등 다양한 형태의 계약을 신용파생상품으로 정의하고 있다. 그러나 이러한 목적의 신용파생상품계약은 증권법 section 2(a)(1)과 증권거래법 section 3(a)(10)에서 정의하고 있는 증권, 풋(put), 콜(call), 스트레들(straddle), 증권에 대한 옵션 매입 및 처분과 관련된 거래는 포함하고 있지 않다.

CFMA는 미국증권법상 증권은 어떤 신용파생상품계약도 포함하지 않는다고 선언하면서, 증권법에 section 2A를, 증권거래법에 section 3A를 추가하였다. 이 새로운 규정은 1994년 12월 22일 Bankers Trust Company사건 이후 지속되어온 증권관계법상 신과의 지위에 관한 논쟁에 종지부를 찍은 것처럼 보였다.

CFMA는 증권에 기초한 신용파생상품(security-based swap agreements, SBSA)과 비증권(non-security-based swap agreements, non-SBSA)에 기초한 신용파생상품을 구별하고 있다. SBSA는 중요한 조건들이 증권거래법 section 3a(B)에서 정의한 증권, 증권그룹 또는 증권인덱스 등의 가격, 산출량, 가치 또는 불안정성에 기초한 신용파생상품을 말한다. SBSA는 증권과 마찬가지로 사기금지(anti-fraud), 조작금지(anti-manipulation), 증권법과 증권거래법의 내부자 거래 금지(anti-insider trading)규정의 규율을 받는다. SEC는 사기, 조작, 내부자 거래 등을 예방하기 위한 수단으로 SBSA의 경우 보고, 자료보관, 행정절차나 기준을 위해 필요한 규칙의 제정, 집행에 위한 규정 제정, 집행명령을 내릴 수 있다. 또한 증권법 또는 증권거래법에 근거하여 규제하거나 SEC에 등록하도록 강제할 수 있다.³³⁾ 그러나 non-SBSA에 대해서는 이러한 규정을 두고 있지 않다.

SEC는 신용파생상품은 증권이 아니라고 규정하면서도, 그 준거자산이 증권에 기초하고 있으면 규제한다. 따라서 어떤 신용파생상품이 SEC의 규제에 해당되는지 판단하기 위해서는, 준거자산의 성격에 대해 먼저 고려하여야 한다. 즉 준거자산의 성격이 증권이면 증권법 또는 증권거래법의 규제를 받게 된다.

3. 상품선물거래위원회의 규제(Regulation by CFTC)

1989년에 CFTC는 정책보고서에서 신용파생상품은 선물계약과 구별되는 다른 기능을 갖고 있다고 했다. 이 정책보고서는 오랫동안 논란이 되어 왔던 이슈—신용파생상품이 선물인지, 선물이라면 거래소 밖에서의 거래는 불법이 된다—를 다루기 위해 발행되었다. CFTC는 신용파생상품은 선물 또는 옵션계약의 요소를 지니고 있다고 정책보고서에서 밝히고 있다.

CFTC는 신용파생상품은 투자가들 사이에 협상된 맞춤형 조건과, 계약 만기 이전에 상계처리하지 않고 만기까지 보유한다는 점에서, 선물과 다른 특성을 갖고 있다고 지적했다. 정책보고서는 이러한 차이점 때문에 일정기준을 충족시키는 신용파생상품에 대해 비배타적인 면제(non-exclusive safe harbor)기준을 설정했다. 이 기준을 만족시키는 신용파생상품은 CFTC의 규제로부터 면제되는 것이다. 그 기준은 ① 개인적으로 맞춰진 조건일 것, ② 이행보장을 상계하는 교환형태가 존재하지 않을 것, ③ 당사자의 사업과 연관된 거래일 것, ④

거래가 일반대중에게 판매되지 않을 것이다. 이 4가지 조건을 모두 만족시키는 신용과생상품은 CFTC의 규제로부터 면제된다.

정책보고서를 통해 면제조건을 정했음에도 불구하고, 법원은 스왑계약을 선물계약으로 오판할 수 있다는 가능성을 보여줬다.³⁴⁾ 정책보고서 발간 후 제기된 Transnor사건³⁵⁾에서, 연방 1심 법원은 forwards와 유사한 장외에너지 계약을 구매자가 준거상품을 전달하지 않고 상계할 수 있는 가능성이 있기 때문에 선물계약이라고 판결했다. 법원은 거래당사자가 서로 상계해야 되고, 시장의 일반적 관행과 기대에 중점을 두어, 해당 에너지계약은 선물이므로 장내에서 거래되어야 함에도 불구하고 장외에서 거래되었으므로 불법이라고 판결했다. 이 판결로 인해 스왑시장참여자들은 모든 스왑계약이 선물로 인식될 수 있다는 우려를 나타냈다. CFTC는 법원의 판결에 동의하지 않고 Brent oil 계약은 당사자가 서로 정기적으로 상계처리해 왔지만, 관련 조건이 준거자산을 전달하는 것으로 규정하고 있기 때문에, 선물은 아니고 forwards라고 해석한 보고서를 발간했다.³⁶⁾

이러한 혼란을 불식시키기 위해 국회는 1992년 선물거래실행법(Futures Trading Practices Act of 1992, FTPA)을 제정하여, CFTC가 해당 거래의 선물계약 여부를 결정함이 없이 자격을 갖춘 적절한 당사자간³⁷⁾ 거래 중 일부를 CFTC의 관할권에서 면제시킬 수 있도록 했다. 은행, 신탁회사, 투자회사, 상품 pool, 사용자혜택계획(employee benefit plans), 정부기관, broker-dealers, 선물상품상인(futures commodity merchants), 자산 또는 순가치가 일정수준 이상의 기업(business entities meeting certain minimum asset or net worth tests), 그리고 위원회가 금융 및 다른 자격으로 미뤄볼 때 적절하다고 판단되거나 적절한 법적 보호를 적용할 수 있는 개인이 여기에 포함된다. 선물거래실행법에 근거하여 1993년에 CFTC는 상품거래법상 사기금지 및 조작금지 규정은 그대로 유지하면서, 적절한 자격을 갖춘 투자자들, 특정기관, 자산 \$10 million 이상의 개인들간의 스왑계약을 CFTC 규제에서 면제하는 것을 주요 내용으로 하는 Rule 35를 공포했다. 1993년 이후 증권과생스왑³⁸⁾의 인기는 높아졌지만, Rule 35의 면제는 증권과생스왑, 지분과생스왑, 신용과생스왑에는 적용되지 않았기 때문에, CFTC의 면제규정의 도입 이후에도 장외과생상품 거래가 불법으로 판정될 수 있는 불확실성이 지속적으로 증가되었다.

CFTC의 행동 또한 법률적 불확실성을 증가시켰다.³⁹⁾ 관련 시정명령에서 CFTC는 P&G가 관련된 최소한 몇 개의 장외스왑은 선물일 수 있다고 시사했다. 비록 CFTC는 해당 스왑계약을 선물이라고 확정하지는 않았지만, BT가 상품거래자문으로 활동했다고 보고 \$10 million의 벌금을 부과했다. 이러한 CFTC의 견해로 인해 스왑계약 당사자들은 선물을 불법적으로 장외거래했다는 법적 위협에 직면할 우려가 높아졌다. 1998년에 CFTC는 많은 스왑관련자들이 스왑거래를 선물로 인식하도록 만드는 장외스왑에 대한 보고서를 제출했다. 그 결과 법률 위반 가능성과 엄격한 단속행위에 따른 불확실성은 더욱 더 증폭되었다.

2000년 12월 15일 국회는 거래소에서 집행되지 않는 장외스왑계약을 상품거래법과 CFTC의 규제에서 제외시키는 상품선물현대화법(Commodity Futures Modernization Act, CFMA)⁴⁰⁾을 통과시켰다. CFTC 규정⁴¹⁾은 일정한 조건을 충족시키는 장외스왑계약을 면제하고 있다. 일정한 조건은 ① 스왑계약이 적격자(eligible swap participants, ESP)간에 체결되고, ② 계약의 주요 경제적 조건들이 대체 가능한(fungible) 표준화된 문구로 구성되지 않고, ③ 거래상대방의 신용도가 스왑계약을 체결하거나 주요 조건을 결정하는 데 중요한 고려요인이고, ④ 다각적 거래설비(multilateral transaction execution facility, MTEF)를 통해 스왑계약이 체결되거나 거래되지 않아야 한다. 스왑거래의 적격자에 대해서는 Part

35.1(b)(2)에서 금융기관, 대기업, 종업원후생계획, 정부기관, 개인 등으로 제한적으로 규정하고 있다.⁴²⁾

CFMA의 입법과 더불어 CEA에 새로 추가된 section 2(g)는 다음 세 가지 조건이 모두 충족된다면, 농산품 외에는 어떤 상품거래도 규제하지 않는다고 정하고 있다. 세 가지 조건은 첫째, 계약 당시 ESP일 것, 둘째, 개인적인 협상일 것, 셋째, 거래소에서 계약되거나 거래되지 않을 것이다.

CFMA section 402(d)는 covered swap에 대해 정의하고 있다. Covered swap이란⁴³⁾ 농산품이 아닌 상품에 기초한 신용 또는 지분스왑을 포함하여 정의하고 있다. 신용디폴트스왑, 총수익스왑과 같은 신용파생상품이 여기에 속한다. Covered swaps이 CFTC의 규제로부터 자유롭기 위해서는 첫째, ESP간에 체결되고, 둘째, 거래소를 통해서 체결되거나 집행되지 않아야 한다. 또한 Section 407은 은행이 체결, 제공, 제안한 covered swap계약에 대해 CEA와 CFTC의 규제를 배제시켜 은행의 신용파생상품 거래에 대한 규제를 폭넓게 면제해 주고 있다.

CFMA Section 103은 CFTC에게 어떤 종류의 swap이 CEA로부터 제외되는지에 대해 실질적인 재량권을 부여하고 있다. 적용에서 면제되기 위해서는 반드시 ESP여야 한다. 그러나 CFTC에게 적격자 명단을 변경할 수 있는 권한을 남겨놓고 있다. ESP간의 계약만이 집행력을 갖기 때문에 ESP가 될 수 있는 자격은 대단히 중요하다.

CFMA는 장외파생상품이 CEA의 규제로부터 자유로워야 한다는 입법목적도 달성하지 못했고, 규제의 공공적 이익을 정당화할 수 있는 명확한 규칙도 제정하지 못했다. 신용파생상품 스왑거래의 불확실성은 어떤 당사자가 스왑거래에 참여할 수 있느냐를 제한하려는 데서 발생한다. 순자산가치 \$10 million 이하의 개인과 순자산이 \$1 million 이하 기업이 왜 스왑거래에 참여할 수 없는지에 대해 분명한 기준이 없다. 향후 불확실성을 제거하기 위한 보다 다각적이고 구체적인 노력이 필요하다.

VI. 장외파생상품과 스왑계약 표준화를 위한 국제적 노력과 한계

개인적으로 협상된 신용파생상품과 스왑거래는 대부분 표준화된 계약서 형태로 작성된다. 일반적으로 수용되는 표준화된 계약서는 다양한 측면에서 유용하고 중요하다. 이 계약서는 명확하고 정치한 용어와 정의를 제공하며, 각기 다른 재판관할권의 서로 다른 법률들이 불일치할 때 발생할 수 있는 위험을 줄여 줌으로써, 스왑계약과 관련된 위험 특히 국제거래의 위험을 줄일 수 있다. 다양한 형태의 계약서로부터 발생하는 혼란을 줄임으로써 시장의 투명성도 제고할 수 있어, 표준화된 스왑 및 파생상품 계약서는 오늘날 스왑시장의 핵심적 특징이다.

스왑거래를 위한 표준화된 계약서는 1980년대부터 관련분야에서 사용이 가능했다. 다양한 산업집단들이 표준화된 장외파생상품 기본계약서(master agreement)를 발표했다.⁴⁴⁾ 이런 그룹들 중 국제스왑및파생상품협회(International Swaps and Derivatives Association, Inc., ISDA)가 선도적인 역할을 했다. 오늘날 ISDA의 명성과 계약서들은 최종이용자나 딜러들에게 가장 중요한 것으로 알려져 있다. ISDA 관련 서류 중 가장 중요한 형태는 장외파생상품 기본계약서(Master Agreement), 부속계약서(Schedule to the Master Agreement), 거래확인서(Confirmation)가 있다. 또한 거래로부터 발생하는 신용노출에 대한 담보 관련 규정과, 다양한 형태의 담보(credit support)와 관련하여 표준화된 담보설정계약서(credit support agreements)가 있다. 아래에서는 이 네 가지를 간략하게 살펴보고 표준화의 한계점을 검토하도록 하겠다.

1. 기본계약서(Master Agreement)

1992년 ISDA는 Multicurrency-Cross Border form과 Local Currency-Single Jurisdiction form이라는 두 개의 기본계약서를 발표했다. Multicurrency-Cross Border form은 한 개 이상의 통화를 사용한 거래와 한 개 이상의 재판관할권에 속하는 당사자간 거래에 사용된다. Local Currency-Single Jurisdiction form은 단일재판관할권에 속한 당사자간의 거래에 사용된다. 두 개의 계약서는 서로 다른 목적을 반영하는 부분을 제외하고는 동일하다. 어떤 계약서를 이용하느냐에 관계없이 1992년 ISDA의 기본계약서는 OTC스왑 세계에서는 가장 훌륭한 기준이다. 기본계약서는 지불(payments), 세금(taxes), 대표(representations), 보장(warranties), 채무불이행(defaults), 종료(terminations), 권리와 의무의 이전(transfers of rights and obligations), 비용(expenses), 고지(notices) 등 다양한 계약 관련 공식용어들을 거의 모두 담고 있다. 기본계약서는 일반적인 사항에 대한 계약으로 그 자체만으로는 계약이 성립하지 않고, 거래에 필요한 기초적인 규정들만을 취급하고 있다. 기본계약서는 acceleration을 허용하고 상대방의 채무불이행의 경우 일괄청산네팅(close-out netting)을 허용하여, 신용위험을 보다 더 잘 관리할 수 있는 수단으로 인식되고 있다. 1992년 기본계약서는 신용스왑계약의 정의를 포함하기 위해 1999년과 2003년에 수정되었다. 1999년의 Credit Swaps의 정의는 전적으로 ISDA 기본계약서에 신용디폴트스왑을 포함하기 위한 목적이었다.

2. 부속계약서(Schedule)

ISDA 기본계약서의 일부를 이루는 부속계약서는, 거래당사자들이 자신들의 계약내용을 맞춤화할 수 있도록 해준다. 즉 부속계약서에서 당사자들은 법적 위험을 통제하거나 변화시키기 위해, 표준화된 기본계약서의 조건들을 수정, 보완할 수 있다. 부속계약서의 내용을 협상하는 일은 스왑계약에서 가장 많은 시간, 노력, 집중이 필요한 전문적인 부분이다. 부속계약서에서 제시된 주요 법적 위험들은 신용(credit), 기업구조변화(change of corporate structure), 지급불능(insolvency), 채무불이행(default)과 세금(tax) 등이다. 부속계약서는 당사자들에게 선택의 다양성을 제공하며, 기본계약서와 부속계약서의 내용이 일치하지 않을 경우는 부속계약서의 내용이 우선한다.⁴⁵⁾ 부속계약서의 내용이 중요하며 신중을 기해야 하는 이유가 바로 여기에 있다.

3. 담보설정계약서(Credit Support)

스왑거래의 특징은 거래상대방이 지급능력이 있을 때에만 대가를 지급받을 수 있기 때문에 가장 빈번히 언급되는 특징은 상대방에 대한 신뢰성이다. 기본계약서도 당사자들이 신용위험의 노출을 줄이기를 원한다고 인식하고, 담보설정계약서를 포함시킬 수 있도록 허용하고 있다.

ISDA는 네 개의 표준화된 담보설정계약서를 제정했다. 첫째, Credit Support Deed는 영국법의 적용을 받고 담보(collateral)에 대한 security interest를 발생시키는 내용을 담고 있다. 둘째, Credit Support Annex는 영국법의 적용을 받고 담보의 소유권 이전을 반영한다. 셋째, 다른 Credit Support Annex는 뉴욕주 주법의 적용을 받고 담보(collateral)에 대한 security interest를 발생시키는 내용을 담고 있다. 넷째, 또 다른 Credit Support Annex는 일본법의 적용을 받고 담보(collateral)에 대한 security interest의 발생과 소유권 이전의 두 가지 접근법을 모두 담고 있다. 각각의 담보설정계약서는 Credit Support Deed를 제외하고는 부속계약서의 부속서류이다.

담보설정계약서는 만기가 도달했을 때 대금지급이 이루어질 수 있도록 담보에 관한 규정을

담고 있다. 담보설정계약서 규정들은 신용노출과 담보의 가치를 정기적으로 점검하여 적정한 마진(margin)과 담보수준을 확보하는 내용을 담고 있다. 표준화된 계약서는 신용, 거래구조, 거래규모 등에 심각한 영향을 미칠 수 있는 우발적 채무를 담보할 수 있게 해준다. 담보설정계약서는 부속계약서와 유사하게 사전협의 과정에서 어떤 법을 적용하느냐에 따라 다소 차이는 있지만 독특하고 다양한 계약조건을 비교적 자유롭게 선택할 수 있게 해준다.

4. 거래확인서(Confirmation)

기본계약서와 부속계약서만으로는 계약을 요구하거나 실행할 수 없고 단지 계약이 가능한 환경만을 조성해줄 뿐이다. 각각의 거래는 거래확인서에 의해 효력이 발생한다. 거래확인서는 당사자간 거래의 상세한 내역을 담고 있으며, 기본계약서를 보충하거나 수정한다. 상호모순되는 조항들이 문제가 될 경우 기본계약서와 부속계약서의 내용보다 거래확인서의 내용이 우선한다.⁴⁶⁾

기본계약서 조건에 따르면 거래당사자는 거래확인서를 교환해야만, 기본계약서의 내용들을 해당 계약에 적용시킬 수 있다. 표준화된 거래확인서는 Statute of Frauds의 규정에 따라 전화통화 녹음자료가 증거로서 불충분하다는 구두계약의 법적 가능성 위험을 감소시키는 목적이 있다. 1992년에 제정된 계약서는 문서, 텔렉스, 전자메시지도 거래확인서의 증거로서 수용하고 있다. 거래당사자간에 비정형적 형태의 거래확인서를 이용하여 거래를 성사시킬 수 있지만, ISDA는 다양한 형태의 정형화된 스왑 및 파생상품 거래에 필요한 여러 종류의 부속계약서를 발간하고 있다.

5. 표준화의 한계

ISDA의 표준화된 계약서는 매우 상세하고 많은 분야를 포함하고 있어, 스왑시장의 폭발적인 성장에 많은 기여를 했다. ISDA의 스왑 및 파생상품 거래 표준화 노력은 오늘날의 스왑 시장 발전에 필수불가결하고도 중요한 요소이다.

그러나 한계도 있다. 스왑 및 파생상품 계약 자체가 복잡하고 시장에서 사용하는 용어가 정기적으로 진화함에 따라 지속적인 표준화의 필요가 발생한다. 또한 시장참여자는 한 번도 어떤 용어가 표준화되어야 하는지에 대해 충분한 합의를 도출하지 못하고 있다. 그 이유는 각각의 시장참여자들이 자신들이 속한 국가 고유의 규제환경과 기업의 독특한 내부규정하에서 운영되고 있기 때문이다. 그 결과 표준화된 용어들은 때때로 위원회의 상호 타협의 산물인 경우가 있어, 스왑계약에서 추구하는 용어의 정확성과 일관성이 부족하게 되는 경우가 많다.⁴⁷⁾ 표준화된 계약서를 따르는 경우 중요한 신용조건과 관련 부속서류의 업 데이트(up-date)를 오히려 방해하는 경우도 발생할 수 있다. 따라서 장외신용파생상품 계약체결 시 ISDA의 표준화된 계약서를 이용하더라도, 계약당사자는 새롭게 발생한 필요한 조건들을 부속계약서와 거래확인서 등에 추가하고, 향후 분쟁의 소지가 없도록 명확히 정의할 필요가 있다.

VII. 스왑거래에 대한 미국 법원의 판결

스왑은 상대적으로 새로운 상품이며 법적으로는 더욱 낮은 상품이다. 스왑계약의 용어에 친숙하거나 관련 개념을 취급한 경험이 있는 법원은 매우 드물다. 신용파생상품과 같은 사건을 다룬 법원은 더욱 더 드물다. 판사가 문제가 된 스왑거래를 증권이나 상품으로 결정한다면 연방법률의 증권 관련법이나 상품법의 해당 규정을 적용하여 판결을 내릴 것이다.⁴⁸⁾ 그렇지 않다면 판사는 연방법에 근거한 소송을 기각할 것이고, 주법에 의한 판결을 신청해야 할 것이다.

그러나 스왑 관련 많은 사건에서 판사들은 보통법(common law)이나 뉴욕의 경우 도박금지

법과 같이 주법(state statute)에 거의 전적으로 의존한다. 일부 주는 다양한 스왑 관련 이슈들을 분명하게 규정하기 위한 입법을 하였다. 그러나 이런 법률제정이 일반적이지도 않으며 스왑 관련 모든 분쟁을 치유할 수도 없다. 스왑거래 당사자는 특정한 계약규정이 원래 의도했던 방향으로 집행되지 않거나 규정 자체가 무효화되는 위험을 감수한다. 가장 투명하고 계약 자체를 존중해 주는 주에서 가장 잘 만들어진 스왑계약도 만기가 도래하기 전에 법이 변경될 수 있다는 위험을 감수해야 한다. 따라서 분쟁을 해결하고자 하는 당사자는 각각의 주장에 대해, 보통법상의 신의성실의무(fiduciary duty) 위반, 사기(fraud), 권한 밖의 행위(Ultra Vires), 적합성(suitability) 또는 다양한 계약 관련 청구(claim)에 의지할 수밖에 없다.⁴⁹⁾ 법원의 판례 중 이자율 등 단순한 스왑계약 관련 판결은 많이 있었지만, 신용과생상품스왑에 대해서는 아쉽게도 대한생명 관련 총수익스왑계약 관련 판결이 전부였다. 특히 주목할 점은 대한생명 판결도 다른 스왑계약과 마찬가지로, 법원은 스왑계약 그 자체에 관련된 법률보다는 보통법과 계약법상의 내용을 위주로 검토하였다는 점이다.

1. 신의성실의무(Fiduciary Duty)

스왑구매자가 판매자에게 이의를 제기한 사건 중 신의성실의무 위반을 가장 상세하게 다룬 판례는, 1994년에 P&G가 Bankers Trust(BT)를 상대로 제기한 이자율스왑관련 소송사건이다.⁵⁰⁾ 이 사건의 판결을 내린 Feikens's 판사의 의견은 오늘날까지 스왑거래의 법적 측면을 분석함에 있어, 가장 종합적이고 뛰어난 논리적 통찰력을 보여준 대표적인 판결로 인식되고 있다. P&G의 주장은 BT가 계약체결시 스왑거래에 내재된 위험을 적절하게 설명하지 않았다는 것이다.⁵¹⁾ 스왑계약 금액은 미국정부에서 발행한 채권 중 비슷한 시기에 만기가 도래하는 모든 채권을 합한 금액과 비슷할 정도로 큰 규모였다. 스왑계약은 P&G와 같이 여러 차례 복잡한 파생상품을 거래한 경험과, 파생상품의 특성을 이해하고, 내재된 위험을 충분히 알 수 있을 정도로 숙련되고 경험이 많은 당사자(sophisticated party)라면, 해당 스왑의 위험을 미리 분석할 수 있을 정도로 지불조건을 명확하고 구체적으로 기재했다. 그러나 신용노출의 규모를 위장하는 형태로 작성되었다. 더구나 BT 판매원이 해당 스왑계약의 가치평가에 관한 전화통화에서 부실표시(misrepresentation)를 했음을 증명하는 내용의 녹음 기록이 제시되었다. 이 소송은 공판 전에 합의에 의해 해결되었다. P&G가 BT에게 총 \$106 million 중 \$35 million을 지급하였다. Feikens 판사는 신의성실의무에 대한 BT의 약식심판(summary judgment) 요청을 받아들였고 해당 스왑거래는 증권법과 증권거래법상의 증권이 아니라고 판결했다.

최근의 유사한 판례는 P&G 경우보다 더 복잡한 상품을 경험과 지식이 적은 구매자에게 판매한 Societe Nationale d'Exploitation Industrielle des Tabacs et Allumettes(SEITA)⁵²⁾이다. 1994년과 1995년에 프랑스 국립담배회사인 SEITA는 Salomon Brothers International Limited(SBIL)과 각각 두 개의 스왑계약을 체결했고, 그 결과 \$29 million의 손실을 입었다. SEITA는 SBIL의 런던주재 판매원인 Gilles Albou가 기만적인 행동을 했고, 전임 SEITA의 재무이사에게 두 개의 스왑계약에 투자하면 회사가 수백만 달러의 이익을 얻게 될 것이라고 설득하기 위하여, 스왑거래와 관련된 위험부분을 은폐했다고 주장했다. SBIL이 고안한 스왑계약은 매우 복잡한 것으로 스왑계약의 규모와 위험 모두를 은폐하였으며, sophisticated한 구매자는 충분히 그 규모와 내재된 위험을 이해할 수 있었으나, SEITA와 같은 회사는 이해하기 어려운 내용이었다. 뉴욕주 법원은 SBIL이 신의성실의무를 이행하기로 약속하지 않았고, SBIL은 스왑거래와 관련된 위험을 인식할 수 있을 정도로 대규모이며, sophisticated된 회사이기 때문에 신의성실의무 위반에 해당되지 않는다고 판결했다.

웨스트버지니아주도 유사한 소송을 제기했다.⁵³⁾ 웨스트버지니아주의 투자신탁기금 (investment trust fund)은 투자회사인 Morgan Stanley와의 주식거래로, 1987년 채권시장 붕괴 당시 손실을 입었다. 1심 재판에서 법원은 주의 요청에 따라 summary judgment를 선언했다. 핵심적인 내용은 Morgan Stanley가 주법을 위반하면서 투기적인(speculative) 기대를 조장하고, 신의성실의무를 위반하면서 투자기금의 직원이 범죄를 저지르도록 지원하고 편의를 제공했다(aided and abetted)는 것이다. 법원은 주의의무(duty of care)에 있어 reasonable prudent man⁵⁴⁾ 기준을 채택하여, 배심원들에게 합리적인 사람이라면 동일한 상황에서 주에 손실을 초래한 동일한 투기적인 투자전략을 따랐을 것인가를 판단하도록 주문했다. 즉 스왑거래를 판결하는 데 불법행위법(torts) 기준을 적용한 것이다.

2. 사기(Fraud)

스왑거래 소송에서 제기되는 다른 형태는 사기와 관련된 이유에 기초한 청구이다. 사기와 관련된 가장 유명한 최근의 판례는 한국의 여러 기관들이 태국의 통화인 바트(baht)와 관련해서 Morgan Guaranty라는 신탁회사로부터 스왑계약을 구매함으로써 입은 손해를 보전하기 위해 뉴욕 남부지방법원(Southern District of New York)에 제기한 일련의 소송이다.⁵⁵⁾

1997년에 Morgan은 SK증권 및 한국의 다른 거래상대방들과 일련의 복잡한 스왑계약을 체결했다. 이 거래는 말레이시아에 특별목적회사(special purpose investment fund)를 설립하는 것과 관련이 있다. 스왑거래시 특정 거래만을 위해 특별목적회사를 설립하는 것은 일반적이다. 이런 형태의 회사를 설립하는 이유는 해당 거래를 특정한 법률이 원하는 대로 차단하고, 해당 법률을 이용함으로써 이익을 향유하기 위함이다. 말레이시아 특별목적회사는 한국 내의 주식, 채권, 스왑계약들을 구입하기 위한 자금을 빌려오고, 그 자금으로 한국외환은행의 달러표시 CD를 매입하였다. 대부분 자금은 1년만기 총수익스왑(total return swap)을 통해 상환될 예정이었다. 이 스왑계약 만기에 특별목적회사는 CD를 처분하여 Morgan에게 CD금액 더하기(또는 빼기), 태국 바트화와 일본 엔화의 미국 달러에 대한 계약시작 시점과 만기 시점간의 비율의 변화를 반영한 공식(formula)에 근거해 산출된 금액을 지불하도록 되어 있었다.

1997년 7월 2일 태국 바트화의 붕괴 후 총수익스왑의 가치는 극단적인 방향으로 움직였다. 즉 말레이시아에 설립된 특별목적회사는 이번 거래만을 위해 설립되었으며 다른 자산을 전혀 보유하고 있지 않았기 때문에 대한생명에 불리하고, Morgan에는 유리한 결과가 발생했다. Morgan은 대한생명과 SK증권, 한남투신, 주택은행, 보람은행 등 4개의 보증회사에 채무를 지급하도록 요청하였고, 대한생명은 이를 지급하였다. 대한생명은 지급한 금전의 반환을 요청하는 소를 제기하였다.

대한생명은 ① 사기(fraud), 부주의에 의한 부실표시(negligent misrepresentations), ② 당해 거래의 불법성(illegality), ③ 당해 거래의 뉴욕주 도박금지법 위반, ④ 계약위반, ⑤ 부당한 축재 및 ⑥ 당해 거래의 상업적 실패 또는 실행 불가능성(commercial frustration or impracticability) 등을 주장했다. 사기 관련 내용으로는 Morgan측이 바트화의 안정성을 허위로 표시하는 수법으로 특수목적회사 거래에 참여하도록 원고측을 기만적으로 권유하였다고 주장하였다. 즉 Morgan은 태국중앙은행이 바트화의 평가절하를 준비하고 있다는 내부적 정보를 포함하여 거래 관련 정보를 은폐한 채 거래를 권유하였다는 것이다.

원고가 피고의 사기를 증명하기 위하여 원고는: ① 피고가 중요사실에 관하여 허위표시를 행한 사실, ② 피고가 그러한 사기에 의하여 원고를 사취하고자 한 사실 ③ 원고가 그러한

허위표시를 합리적으로 신뢰한 사실, ④ 원고가 그러한 신뢰의 결과 손해를 입은 사실을 입증하여야 한다.56) 법원은 대한생명이 비록 총수익스왑 거래를 해본 경험이 없고, 거래가 복잡하고 난해했지만, 그 거래를 이해할 수 있는 충분한 전문가적 자질을 갖고 있었다고 판단했다. 태국 바트화에 대한 붕괴위험 때문에 거래규모도 \$100 million에서 \$25 million으로 축소했다는 사실이, 대한생명이 Morgan을 합리적으로 신뢰하지 않았다는 사실을 입증한다고 판결하였다. 결국 세 번째 조건인 합리적 신뢰성을 충족시키지 못한 것이다. 법원은 대한생명 사건을 판결하면서 증권법이나 상품법에 의한 공시 관련 이슈는 취급하지 않았다.

3. 권한 밖의 행위(Ultra Virus)

스왑계약에 있어 권한 밖의 행위에 근거한 주장은 상대적으로 단순하다. 스왑계약은 거래당사자간의 단순한 계약이다. 거래당사자 일방이 계약을 체결할 수 있는 법적 권한이 없으면 그 계약은 구속력이 없다. 거래당사자가 실질적인 권한이 없더라도 외관상 권한이 있으면 그 계약은 구속력을 갖는다. 외관상 권한은 보통법상의 개념으로서, 제3자가 대리인이 권한을 행사하도록 주인이 동의했다고 합리적으로 판단할 수 있도록 주인이 행동할 때, 실질적인 권한을 갖지 않은 대리인의 행동에 대해 주인이 책임져야 한다는 내용이다.

권한 밖의 행위에 관한 최초의 유명한 판례는 영국의 Hammersmith & Fulham London Borough Council 사건이다.57) 이 사건에서 법원은 지방정부가 은행과 체결한 수천 개의 스왑계약은 권한 밖의 행위로서 무효라고 판결했다.

2000년 Sumitomo 판례58)에서 스미토모의 주식거래직원이 스미토모의 재무부서와 이사회 의 승인 없이 J.P. Morgan과 파이낸싱(financing)계약을 체결했다. 스미토모는 거래상 개인이 체결한 스왑파이낸싱 계약은 권한 없는 계약이라고 주장했다. 스미토모는 재무부서만이 회사를 대표하는 파이낸싱을 승인할 수 있고, 일본상법 article 26059)에 의해 그런 계약을 금지되어 있다고 주장했다. 권한 밖의 행위와 불법성(Illegality)은 대부분 함께 제기된다. 권한 밖의 행위는 권한을 부여하는 것이 불법이고, 따라서 개인은 권한이 없다는 사실로부터 파생한다. 법원은 국가의 법을 위반한 계약은 집행할 수 없다고 판결하였다. 스미토모 판결은 외관상으로는 불법에 관한 내용으로 판결은 하였지만, 실질적으로는 권한 밖의 행동을 다루고 있다. 일본상법에서 규정한 이사회 의 승인 없이 행한 계약은 권한 없이 행한 계약으로 불법이며, 무효라고 하는 판결내용이다.

4. 적합성(Suitability)

스왑계약자들은 적합성에 근거한 보통법상의 이유를 제기하기도 한다.

UBS International Trustees60) 사건에서 원고인 trustee 회사는 손해를 본 스왑구매자를 대신해서, 구매자가 레버리지(leverage)와 스왑거래를 이용하는 데 sophisticated하지 않다고 주장했다. 이런 적합성 주장은 보통법상의 사기, 부실표시, 부주의에 의한 부실표시, 신의성실의무 위반 등의 주장과 유사한 맥락이다. Springwell Navigation61) 사례에서도 계약 위반, 신의성실의무 위반, 사기적 부실표시, 부주의에 의한 부실표시, 전문가의 부주의, 부주의한 감독책임 등 모두 신흥시장 채권스왑에 대한 투자가 매우 위험하며, 해당 스왑계약이 원고의 목적에 적합하지 않다는 정보를 알려주지 않았다는 주장에 기초했다.

5. 계약위반(Breach Of Contract)

마지막으로 스왑 관련 분쟁들은 계약위반과 관련이 있다. 계약위반 관련 청구는 다른 일반 계약과 마찬가지로 스왑계약에서도 단순하다. 계약적 의무는 거래당사자간에 서명한 표준화된 계약서에 명기된 의무에서 발생한다. 이러한 소송은 묵시적 계약의무에 기초한 청구이다.

1997년 메릴랜드(Maryland)에서 두 명의 사업가가 FX Concepts 회사와 체결한 여러 개의 통화스왑에서 손실을 보았다. 이 사건의 청구내용은 FX가 스왑계약을 체결하는 두 명의 상대방 사업가에게 소속직원으로서 하여금 유로의 위험에 대해 설명해 주라고 지시했으나, 직원이 이를 행하지 않은 경우이다. 법원은 설명을 하지 않은 것은 계약위반이라고 판결하였다. BankAtlantic⁶²⁾ 사례에서 뱅크애틀랜틱 소유하고 있는 변동률 예금지급(adjustable rate deposit payable) 이자율이 상승할 경우 위험을 회피하기 위해, Homestead Savings과 두 개의 이자율 스왑계약을 체결했다. 계약에 따른 이행을 안 한다고 주장하면서 BankAtlantic은 재무상담 회사인 Paine Webber사와 맺은 서비스계약을 종료하고, 다른 기업을 고용해서 이자율스왑 관련 업무를 지원했다. 이 시점에 이자율이 급격하게 하락했고 BankAtlantic은 \$30 million의 손해를 입었다. BankAtlantic은 이자율스왑과 관련된 위험을 공개하지 않았다고 주장하면서 Paine Webber사를 상대로 소송을 제기했다. 법원은 계약내용 중 은행이 Paine Webber사를 제3자의 소송으로부터 면책시켜 주기로 했다는 사실로부터, 은행이 이자율스왑과 관련된 위험을 인식할 수 있는 실질적인 증거가 있다고 판결했다.

6. 법원 판결 요약

법원의 판결을 분석해보면 특정한 스왑시장과 문제가 되고 있는 스왑계약에 대해 판사들이 얼마나 잘 이해하고 있는가를 미리 알기가 불가능하다는 것이다. 시장을 이해하는 것은 제기된 이슈를 해결하는 데 중요한 요인이다. Cardozo 판사가 지적했듯이 스왑계약과 관련된 계약상 의무는 스왑시장의 관행과 실무와 밀접히 연결되어 있다.⁶³⁾ 불행하게도 스왑시장의 관행과 실무는 복잡하고, 직관적이지 않으며 판사들에게는 익숙하지 않은 분야이기 때문에 판사가 재판할 때 판단의 기준으로 삼기가 어렵다는 문제가 있다.

스왑거래에서의 사기와 관련된 공시의무는 sophisticated한 고객들에게 제공되기 때문에, sophisticated한 고객들보다 더 많은 보호가 요구되는 일반 대중들을 상대로 하는 다른 일반 증권들에 부과되는 의무와는 다르다. 적합성 관련 법적 근거도 적합성 청구가 신의성실 의무 위반이나 권한 밖의 행위에 속하는지, 또는 스왑거래와 관련성이 있는지도 분명하지 않기 때문에, 이해하기 어렵고 혼동스럽다. 적합성이 신의성실의무 위반, 사기, 권한 밖의 행위와 연결되어 해석되는 경우도 많이 있다.

그 결과 대부분의 법원이 스왑 관련 분쟁을 해결하고자 할 때 거래당사자들이 스왑계약과 관련된 위험을 이해할 수 있을 정도로 충분히 sophisticated하고, 상대적으로 동일한 협상능력을 지니고 있다고 판단할 때, 묵시적 계약의무 위반에 근거하여 판결을 내린다. 즉 sophistication과 동일한 정보 및 능력을 보유한다는 점이 계약의 묵시적인 의무를 이행해야 한다는 판결의 근거이다. Feiken 판사는 P&G 판결에서 ISDA표준계약서의 section 4로부터 거래당사자간에 특정한 정보를 제공해야 하며, 제공된 정보는 거래확인서에 구체적으로 명시되어야 한다는 규정으로부터, 묵시적 계약위반의 근거를 찾아냈다. 즉, 그런 정보를 표준화된 계약서에 구체적으로 명기하는 것은 스왑 관련 위험에 대한 정보를 제공해야 한다는 의무를 발생시킨다는 것이다.

뉴욕주의 판례는 스왑거래에서 계약상의 묵시적 의무를 공개하도록 하고 있다. Feikens 판사는 이 의무가 “첫째, 일방이 특정 정보에 대해 우월한 지식을 갖고 있고, 둘째, 그 정보를 다른 상대방이 쉽게 구할 수 없고, 셋째, 상대방이 잘못된 지식을 갖고 행동하고 있음을 일방이 알고 있을 때 생긴다고 하였다.”⁶⁴⁾ 이런 정보의 공개의무는 거래당사자간에 신의성실의무가 없어도 생길 수 있다. P&G 판결에서 “피고는 원고에게 중요한 정보를 스왑계약 전과 실행중에 모두 공개해야 할 의무가 있고, 스왑거래 진행중에도 신의성실의무를 갖고 공

정하게 거래해야 한다”고 결론을 내렸다.

결론적으로, 스왑계약을 협상하는 거래당사자들은 관할법원이 어떤 법을 적용할지, 판사가 어떻게 분쟁을 해결할지 미리 알아야 한다. 법원이 어떤 기준을 가지고 판결을 내릴지 분명하지 않기 때문에, 미래의 불확실성을 방지하기 위해 스왑계약 준비단계부터 법적인 소송의 발생 가능성을 염두에 두고 충분히 고려하여야 한다.

VIII. 국내파생상품 규제 현황

1. 증권거래법

증권거래법에는 파생상품에 관한 조항이 없었으나 2005년 1월 개정된 증권거래법 시행령은 증권회사도 장외파생상품을 취급할 수 있도록 허용하고 있다.⁶⁵⁾ 시행령에서는 유가증권시장, 코스닥시장 및 선물거래법에 의한 선물시장 밖에서 장외파생금융상품을 거래, 주선, 중개, 대리할 수 있게 허용해 주었다. 증권회사에 허용되는 거래는 통화, 유가증권, 일반상품,⁶⁶⁾ 이들 상품의 가격 또는 이자율이나 이를 기초로 하는 지수를 대상으로 하는 장외파생금융상품 거래이다.⁶⁷⁾

시행령에서는 장외파생상품 거래를 위한 기준을 다음과 같이 제시하고 있다:⁶⁸⁾ 단일의 거래당사자간의 거래방법에 의할 것; 거래의 상대방은 재정경제부령이 정하는 자⁶⁹⁾에 한할 것; 장외파생금융상품 거래의 총 위험액 한도를 초과하지 아니할 것; 당해 증권회사는 자기 자본 규제비율 또는 자기자본 요건을 충족시킬 것; 상품설명서를 미리 금융감독원장에게 제출할 것; 매 장외파생금융상품 거래시 당해 업무를 관장하는 상근임원의 승인을 얻을 것; 거래상대방의 신원을 확인하고 장외파생금융상품 거래에 따르는 위험 등을 거래상대방에게 서면으로 충분히 고지할 것; 월별 장외파생금융상품 거래내역을 매달 금융감독원장에게 보고할 것; 그밖에 장외파생금융상품 거래의 위험관리 등에 관하여 금융감독위원회가 정하는 사항을 준수할 것 등이다.

거래방식, 거래적격자, 위험수준 설정, 자기자본 규제, 계약의 묵시적 의무 이행 관련 신의성실의무를 이행하기 위해 위험에 대한 충분한 고지 및 Statute of Frauds 규정 준수를 위한 서면고지기준 등을 정하고 있다.

2. 선물거래법

선물거래법에서는 선물거래법과 한국증권선물거래소법에 의한 한국증권선물거래소가 정하는 기준 및 방법에 따라 선물시장에서 이루어지는 거래⁷⁰⁾라고 산물거래를 정의하고 있다. 한국증권선물거래소법⁷¹⁾은 거래소를 유가증권시장, 코스닥시장, 선물시장으로 제한하고 있다. 거래소에서 선물거래를 할 수 있는 자는 거래소 회원으로 한정하고 있다.⁷²⁾

거래소가 아닌 자는 유사한 시설을 개설하거나 유사한 시설을 이용하여 유가증권 매매 또는 선물거래를 하지 못하도록 하여, 선물거래는 거래소에서만 할 수 있으며, 다른 곳에서의 거래는 불법으로 규정하고 있다. 예외적으로 증권회사에 대해 상장주식, 코스닥주식은 정보통신망 및 전자정보처리장치에 의하여 거래의 중개, 대리, 매매를 할 수 있도록 허용해 주고 있다.⁷³⁾

금융감독위원회는 선물시장 또는 해외선물시장을 통하지 않고 이익을 얻거나 위험을 회피할 목적의 당사자간의 거래 중 선물거래와 유사한 성격의 거래를 규제하고 있다.⁷⁴⁾ 규제의 기준은 선물거래법의 취지 위배, 공익 또는 건전한 거래질서를 해할 우려가 있다고 판단되는 경우이다. 위원회는 필요한 경우 거래에 따른 정보를 공시하도록 하거나 내부통제기구를 설치하도록 하는 등의 명령을 할 수 있다.⁷⁵⁾ 이에 따라 증권감독위원회는 선물업자가 행하는 장외거래에 대해⁷⁶⁾ 특정한 장외거래의 제한 및 거래상대방의 제한; 내부통제기구의 설치

등 장외거래에 따른 위험관리; 장외거래에 따른 정보의 공시; 장외거래에 관한 회계보고 등의 정기보고 또는 수시보고 의무를 부과 할 수 있다고 정하고 있다.

3. 외국환거래법

외국환거래법에서는 파생금융거래를 금융선물시장에서 행하여지는 거래 또는 이와 유사한 거래로 규정하여 외화 관련⁷⁷⁾ 장내 및 장외 파생상품 모두를 포함하고 있다.⁷⁸⁾ 또한 외국환 관련 거주자간의 파생금융거래 또는 거주자와 비거주자간의 파생금융거래를 자본거래로 규정⁷⁹⁾하여, 파생금융거래 또는 증권의 발행이나 모집 등을 재정경제부장관에게 신고하도록 하고 있다.⁸⁰⁾ 예외적으로 외국환중개회사 또는 선물거래법에 의한 선물업자가 중개하는 파생금융거래는 신고대상으로 하거나 허가 및 신고대상에서 제외할 수 있다⁸¹⁾고 규정하고 있다.

외국환업무를 업으로 영위하고자 하는 자⁸²⁾와 외화증권을 제외한 외국환의 매매·교환·대여의 중개, 파생금융거래의 중개 또는 이와 관련된 업무(‘외국환중개업무’)를 업으로 영위하고자 하는 자⁸³⁾는 충분한 자본·시설 및 전문인력을 갖추어 재정경제부장관의 인가를 받아야 한다고 규정하고 있다. 시행령에서는 외국환업무 취급기관을 제한하고 있으며⁸⁴⁾ 외국환거래의 건전성을 유지하기 위하여 다양한 기준을 운영하고 있다.⁸⁵⁾

IX. 미국 사례가 한국시장에 주는 시사점

미국은 오랫동안 장외파생상품에 대한 경험을 통해 많은 노하우(know-how)를 축적하고 있는 반면, 우리나라는 그 역사가 길지 않아 경험이 매우 부족한 상황이다. 장외파생상품 중 특히 신용파생상품 관련해서 대한생명의 TRS 사례를 통해서 보았듯이, 하나의 잘못된 거래가 엄청난 손실을 초래할 수 있는 위험이 있다. 세계적인 추세는 신용파생상품시장이 매우 빠른 속도로 성장하고 있으며, 이 분야에 참여하는 기관과 전문가들도 이에 따라 증가하고 있다. 우리나라는 2005년부터 증권회사도 장외파생상품을 취급할 수 있도록 허용함으로써 향후 장외파생상품시장이 발전할 수 있는 기반이 마련되었다. 현 시점에서 우리나라의 신용파생상품을 포함한 장외파생상품의 건전한 성장을 위해, 미국의 경험과 사례를 통해 본 시사점을 정리하고자 한다.

1. 규제의 형태와 규제기관 측면

미국의 장외파생상품 규제는 업종별 규제와 상품별 규제를 병행하고 있다. 업종별 규제와 관련해 증권기관은 SEC, 상품 및 선물을 취급하는 기관은 CFTC, 은행은 통화감독청, 주 은행은 연방준비위원회 등 업종별로 해당 감독기관에서 규제하고 있다. 상품별 규제는 새로운 금융상품이 어디에 속하는냐에 따라 준거자산이 증권에 속하면 SEC, 상품 및 선물에 속하면 CFTC 등에서 규제한다. 규제의 수준도 상품의 종류에 따라 다르다. CFTC의 규제를 보면 장외파생상품, 장외스왑, 신용파생상품 등 종류에 따라 규제의 수준이 다르다.

우리나라는 업종별 규제만을 시행하고 있다. 즉 금융기관, 선물거래소, 증권회사별로 거래기준과 규제내용을 정하고 있으며, 각기 다른 차원의 규제를 받는다. 이는 전통적으로 우리나라가 금융업무에 대해 취해온 규제방식이다. 그러나 장외파생상품이라는 새로운 상품의 등장과 관련하여 발생할 수 있는 문제점이 두 가지 있다. 첫째, 동일한 파생상품이라도 어느 기관과 거래하느냐에 따라 규제의 수준이 달라질 수 있다는 것이다. 이 경우 규제의 불평등은 시장기능을 왜곡시키며, 거래를 원하는 자들이 자신들의 최대 이익을 극대화할 수 있는 특정 금융기관과 거래를 하기 위해 매거래마다 거래기관을 찾을 것이다(forum shopping). 그 결과 균형적이고 건전한 파생금융상품거래시장의 발전을 저해할 수 있다. 둘째, 증권·상품·외환 등이 복합적으로 작용하여 탄생하는 파생상품은 증권법, 선물거래법, 외국환거래법

모두의 규제를 받을 가능성이 높다. 그런데 규제기관 사이에 기준이 서로 다르다면, 규제의 충돌과 혼란을 야기할 수 있다. 이 경우 거래를 원하는 당사자는 국내시장의 복잡한 규제를 피해, 해외시장에서 거래를 진행할 가능성이 있다. 미국의 경우도 1997년 OTC 스왑딜러 보고서에 따르면 OTC 상품을 취급하는 주요 증권회사들이, 마진과 순자본 유지조건 등 broker-dealer 법을 피하기 위해 해외에서 스왑거래를 운영한다고 하였다.

우리나라의 전통적 규제시스템에 당장 상품별 규제시스템을 적용하기에는 어려움이 많으리라 본다. 상품별 규제를 실시하게 되면 규제의 관할권에 대한 분쟁이 발생할 수도 있다. 미국의 SEC와 CFTC도 규제의 관할권을 놓고 많은 논쟁을 벌여왔고, 시행착오도 많이 겪었다. 파생상품은 개인간의 맞춤형 계약이고, 위험을 설계한다는 특성을 갖고 있기 때문에, 창의성 있는 디자인이 필요한 상품이다. 기존의 업종별 규제는 감독기관 입장에서 볼 때 규제의 편리성과 일관성 측면에서는 장점이 있으나, 변화하는 새로운 시장에 적응하기 위해서는 미국과 같은 상품별 규제시스템의 병행적 도입을 검토해보는 것이 바람직하다고 본다.

2. 장외파생상품의 거래적격자 기준

장외파생상품거래의 성공은 시장을 얼마나 잘 이해하고, 파생상품에 내재된 위험을 잘 인식하고 관리하느냐에 달려 있다. 또한 대외적 거래 측면에서는 거래당사자의 신용도 및 중개업자의 신용도가 매우 중요하다. 스왑거래의 불확실성은 어떤 거래상대방이 스왑거래에 참여할 수 있느냐에서 발생한다고 볼 수 있다. 거래상대방이 적격자인지 여부를 파악하는 데 많은 불확실성이 존재해서는 안 된다. 장외파생상품 거래를 하고 싶은 상대방의 선정은 신용도에 따라 결정되며, 시장에서 자유로운 경쟁을 통해 정해져야 한다. 미국의 경우도 아직 적격자 기준에 대해 명확한 기준을 제공하지 못해 불확실성이 존재하지만, 총자산 \$10 million 이상의 개인도 포함시킬 정도로 다양하고 자유롭게 허용해 주고 있다.

우리나라는 적격자를 재정경제부장관이 정하는 자로 엄격하게 한정하고 있다. 정부에서 어떤 기준을 갖고 장외파생금융상품의 적격자를 정했는지는 확실치 않으나, 기준 자체가 자의적이고 임의적일 수 있다. 우리나라가 미국과 비교해서 장외파생상품시장이 초기단계라는 점을 감안할 때, 시장의 혼란을 피하기 위한 적격자에 대한 정부의 엄격한 제한도 필요할 것이다. 그러나 시장에서의 평가가 가장 엄격하다는 점을 고려하여, 점차로 시장의 기능에 맡기는 방향으로 향후의 정책을 추진해야 한다.

3. 표준계약서 사용

ISDA의 노력에도 불구하고 아직도 파생상품 및 스왑 거래의 모든 일반적인 형태를 지원할 수 있는 신뢰할 만한 표준화된 계약서가 준비되어 있지 않다. 신용스왑은 금융파생상품의 도입이래 가장 유망한 위험관리수단 중의 하나이며, 시장참여자들은 스왑거래의 하부구조를 유지하고 개선하는 데 다각적인 노력을 기울이고 있다. ISDA는 시장의 진화에 맞춰 199년과 2003년에 신용파생스왑을 정의하기 위해 기본계약서를 수정하기도 했다.

오늘날 스왑시장에서 표준화된 계약서를 개발하는 데 ISDA를 포함한 많은 기관들이 중요한 역할을 수행했다. 특히 스왑계약을 적용할 수 있는 법률이 존재하지 않거나, 법원이 거래당사자가 동등한 협상능력을 지닌다고 판단할 때, 표준화된 계약서는 다양한 재판관할권 및 해당 법률과 연계된 위험을 줄일 수 있는 핵심적이고 중요한 역할을 수행하게 된다.

많은 법적 위험들이 훌륭하고 적절한 시기에 법적 자문을 받음으로써 줄어들 수 있다. 그러나 법률시스템은 항상 급격히 진화하는 금융시장의 변화와 보조를 맞추기 위해 노력해 왔으나, 시장의 발달에 뒤쳐져 있는 것이 현실이다.

스왑거래가 복잡해지고 용어가 지속적으로 변화하고, 다양한 기준을 가진 다양한 사람들의

참여가 증가하면서, 표준화는 다양한 실무 관행을 반영하고 참여자의 견해를 수용하는 법적 이슈들간의 균형을 유지하면서 발전될 것이다.

우리나라에서도 2002년에 장외파생금융상품거래계약서 권고안이 만들어졌으나, 활용도 측면에서는 아직 미흡한 실정이다. 국내법의 규제를 받는 모든 종류의 거래에 사용될 수 있도록 표준계약서를 정비하고 활용도를 높이는 것이, 분쟁 발생시 불확실성을 제거할 수 있는 가장 바람직한 수단 중의 하나임을 인식하고, 적극적으로 표준계약서의 보완과 확대에 노력해야 할 것이다.

4. 규제의 명확화

신용파생상품에 대한 규제는 사전에 아무리 치밀하게 준비한다고 해도 빠른 속도로 변화하는 시장을 따라잡지는 못한다. 장외파생상품, 신용파생상품, 스왑 등 매년 새로운 상품들이 출현하고, 상품의 구조와 성격이 점점 다양화·복잡화되고 있다. 국내기업 및 외국기업의 사례를 통해 우리가 배울 점은, 지금 현재 활발히 거래되고 있고 또 향후에 나타날 새로운 상품들이 유용한 상품이라는 인식이다.

미국의 경우 지속적으로 이슈가 되고 있는 부분이 규제의 명확화이다. 규제가 명확하지 않음으로써 거래의 불확실성이 존재하고, 이런 불확실성에 따른 법적 비용을 포함한 거래비용이 발생하면 시장이 정상적으로 발전할 수 있는 여건은 성숙될 수 없다.

우리나라는 선물거래법과 외국환거래법에서 거래소가 아닌 유사한 시설 및 선물거래와 유사한 성격의 거래에 대해 불법으로 규정하고 있다. '유사한'에 대한 명확한 정의가 없다. 이 경우 미국에서 겪은 특정한 계약이 거래소에서 거래되어야 할 선물이나 아니냐에 대한 논쟁이 우리나라에서 다시 재현될 가능성이 있다. 유사한 시설 및 방식을 규제당국이 어떻게 해석하느냐에 따라 장외파생상품의 발전에 상당한 영향을 미칠 것이다. 따라서 CFTC와 같이 각 상품에 대해 명확히 정의하거나, 특정한 조건을 만족시키는 거래를 면제해 주는 방식의 도입을 통해 장래에 발생할 수 있는 혼란을 미연에 방지할 필요가 있다.

시장의 명확한 규제와 감독은 새로운 사업을 유인할 수 있다. 시장에서 공정한 경쟁을 촉진하고 스왑거래자들이 외국시장으로 옮겨가는 것을 방지하고, 자유롭고 경쟁적인 시장환경을 조성하는 것은 매우 중요하다. 규제의 명확화를 위한 정책적 노력 없이는 시장의 발달을 기대할 수 없으며, 시장참여자들이 규제가 덜 심하거나 명확한 외국시장으로 떠날 가능성이 크다.

5. 전문인력 육성

파생상품시장이 지속적으로 성장하고 있고, 금융거래의 새로운 영역을 구축해 가고 있는 상황에서, 전문인력의 필요성은 점점 증가하고 있다. 비록 표준화된 계약서가 존재하지만, 파생상품은 맞춤형 상품이며 지극히 개인적 상품이다. 계약내용 하나하나에 대해 금융적·법률적인 경험과 전문적 지식을 갖고 협상할 수 있는 인재가 필요한 상품이다. 대한생명 신용파생상품 사례에서 보듯이 TRS 계약시 내재된 위험에 대한 인식이 부족한 상태에서 계약이 체결되어 엄청난 손실을 초래했던 이유 중의 하나는, 위험을 적절히 평가하고 계약을 설계할 수 있는 전문가가 부족했던 때문이다.

우리나라는 신용파생상품을 설계하고 위험을 측정·평가하고, 시장의 변화를 이해할 수 있는 금융전문인력이 부족하다. 이를 위해서는 장기적으로 국내외 교육훈련을 통해 전문인력을 체계적으로 육성하거나, 해외의 유능한 인력을 확보하는 것이 필요하다. 그러나 금융을 전반적으로 아는 제너럴리스트도 필요하겠지만 특히 국제금융과 파생상품의 거래를 위한 프로페셔널의 육성이 절실히 필요한 실정이다.

또한 장외파생상품 계약시 필요한 법적 자문을 통해 법률적 위험을 감소시킬 수 있는 전문 법조인의 육성도 필요하다. 사후에 소송을 통해 해결하기보다는 사전에 치밀한 법적 검토를 통해, 문제의 발생을 최소화시키려는 노력이 필요하다. 미국의 경우 금융계약 체결시 법률 전문가의 조력을 당연시하고 있다. 미국의 판례에서 보듯이 거래당사자는 법원이 어떤 법을 적용할지, 어떤 기준을 가지고 판결을 내릴지에 대해, 거래의 준비단계에서부터 소송의 가능성을 염두에 둔 준비가 필요하다. 신의성실의무의 이행, 정보의 공개, 권한 밖의 행위, 사기, 적합성, 계약위반 등 법적으로 가능한 쟁점을 충분히 숙지하고 대응할 수 있는 법률전문가의 육성도 필요하다.

6. 거래방식 제한

장외파생상품 중 스왑계약의 경우 초기 영국에서 경험했듯이 정확하게 자신의 요구사항을 적시에 찾는다는 것은 쉽지 않다. 따라서 자연스럽게 딜러가 중간에 개입하여 자기 계산으로 스왑계약을 체결하고, 뒤돌아서 다른 당사자와 계약을 맺는 형태가 일반화되었다. 이를 통해 상대방을 찾는 비용이 줄어들었고, 스왑거래가 활성화되기 시작했다. 미국의 경우도 거래의 방식에는 명시적인 규제를 두지 않고 있다.

우리나라의 경우 증권거래법 시행령에 장외파생상품 거래를 위한 기준 중 '단일의 거래당사자간의 거래방법에 의할 것'이라고 규정하고 있다. 이 내용의 정확한 의미는 확실치 않다. '단일의 거래당사자'가 의미하는 것이 적격자들이 직접 만나 거래를 체결해야 한다는 것인지, 미국의 경우처럼 증권회사가 자신의 이름으로 거래를 체결한 후, 다른 거래당사자에게 자신의 포지션을 판매할 수 있는지 명확하지 않다. 증권거래법 시행령에 거래상대방의 신원을 확인하라는 기준도 있다.

장외파생상품의 거래가 개인간의 맞춤식 거래라는 것을 고려할 때 정확히 모든 조건이 맞는 상대방을 적시에 찾을 수 있는 가능성은 매우 낮다. 결국 딜러를 중간에 개입시키지 않고는 거래의 성립이 어렵고, 장외파생상품의 특성상 거래 일방이 상대방의 존재를 모르고 거래하는 경우도 많은 현실을 감안하지 않은 기준처럼 보인다.

미국에는 이런 규정이 없다는 점을 고려할 때, 우리나라에서 특별히 이 규정을 추가함으로써 거래의 당사자와 횡수를 제한할 가능성이 높으며, 시장활성화를 저해하는 요소로 작용할 가능성이 크다.

7. 위험관리를 위한 인프라

파생상품을 이용하는 주요 목적은 위험을 헤지하기 위함이다. 위험을 다루는 업무이기 때문에 전문적인 지식과 노하우를 가진 인력도 필요하고, 사전적 규제도 필요하다. 이와 더불어 거래를 원하는 자에게 적격자 여부, 시장상황, 거래를 희망하는 상대방의 신용정보 등을 제공할 수 있는 시스템을 구축해야 한다. 그리하여 특정한 참여자나 시장기능에 문제가 생겼을 경우, 사후적인 제재조치를 취하고, 시장의 피해를 줄이기 위해 다른 참여자들이 이런 정보를 손쉽게 이용할 수 있도록 해야 한다.

또한 금융기관의 경우 딜러로써 두 개의 상계되는 포지션을 연결시키는 역할을 수행하기 때문에, 거래상대방의 위험을 헤지하기 위해 저당을 통해 보장지급의무를 보증하거나, 명성 있는 다른 금융기관을 이용할 필요가 있다. 장외파생상품은 위험발생시 즉시 위험을 헤지할 수 있는 수단이 거래소 상품에 비해 부족하므로 유동성 위험이 수반된다. 이를 방지하기 위해 내부적 거래한도 설정, 건전성 기준, 자기자본비율을 통한 규제가 필요하다. 그러나 파생상품은 선물이나 증권과는 전혀 다른 차원의 위험을 다루는 상품이므로, 이를 위한 별도의 기준들이 명확하게 설정되어야 할 것이다.

참고문헌

- 오승현 외, (2003) 장외파생상품 거래의 규제에 관한 연구, 한국증권연구원.
- Allen & Overy, An introduction to the documentation of OTC derivatives, May 2002, <http://www.isda.org>
- Article IV of the 1999 ISDA Credit Derivatives Definitions, available at http://www.isda.org/c_and_a/docs/BASELRESPONSEII08Board.pdf.
- BankAtlantic v. Blythe Eastman Paine Webber, Inc., 955 F.2d 1467 (11th Cir. 1992).
- Banque Arabe et Internationale D'investissement v. Maryland Nat'l Bank, 57 F.3d 146, 153 (2d Cir., 1995).
- Hazell v. Hammersmith & Fulham London Borough Council, 2 W.L.R. 372 (H.L. 1991).
- Benjamin Cardozo (1947), The Nature of the Judicial Process, in Selected Writings of Benjamin Nathan Cardozo 107, 152, Margaret E. Hall ed.
- Black's Law Dictionary, Bryan A. Gardner, 7th ed., West Group.
- CFTC v. Schor, 478 U.S. 833, 836 (1986).
- Commodity Futures Modernization Act, S. 2697, 106th Cong. (2000); H.R. 4541, 106th Cong. (2000); Appendix E, Pub. L. No. 106-554, 114 Stat. 2763 (2000).
- Gabriella Stern & Steven Lipin, Procter & Gamble to Take a Charge to Close Out Two Interest-Rate Swaps, Wall St. J., Apr. 13, 1994, at A3.
- Gramm-Leach-Bliley Act, Section 206(b).
<http://www.isda.org>.
- ISDA definition, available at <https://www.isdadocs.org/cgi-bin/indexbookstore.html>.
- ISDA Market Survey, available at <http://www.isda.org>.
- 1992 ISDA Master Agreement 1(b).
- Jonathan Friedland, Bankers Trust to Cancel Two Contracts About Swaps with Federal Paper, Wall St. J., Dec. 20, 1994, at A2.
- Korea Life Ins. Co., Ltd. & Morning Glory Investment (L) Ltd. v. Morgan Guaranty Trust Co. of N.Y., 99 Civ. 12175 (SDNY 2003).
- Leach Swaps Bill Aimed At Regulatory Reform, Corp. EFT Rep. (Phillips Bus. Info., Inc.), June 24, 1998, available in 1998 WL 9361757.
- Peter H. Huang, Kimberly D. Krawiec & Frank Partnoy, Swaps on TV: A Tale of Two Swaps Debacles in Prime-Time, 4 The Green Bag 257, 262 (2001).
- Procter & Gamble Co. v. Bankers Trust Co., 925 F. Supp. 1270 (S.D. Ohio 1996).
- Schuyler Henderson, Swap Credit Risk: A Multi-Perspective Analysis, 44 Bus. Law. 365, 387-88 (1989).
- Securities Exchange Act, Section 3A(b).
- Societe Nationale d'Exploitation Industrielle des Tabacs et Allumettes v. Salomon Bros. Int'l Ltd., 702 N.Y.S.2d 258 (N.Y. App. Div. 1st Dep't 2000).
- Steven Lipin, Gibson Sues Bankers Trust Over Swaps, Asian Wall St. J., Sept. 14, 1994, at 13.
- Sumitomo Corp. v. J.P. Morgan & Co., No. 99 Civ. 8780, 2000 U.S. Dist. LEXIS 1252 (S.D.N.Y. Feb. 7, 2000).

12 Commercial Laws of the World 40 (Foreign Tax Law Pubs. 1993).
Springwell Navigation Corp. v. Chase Manhattan Bank, No. 99 Civ. 11855 (S.D.N.Y. complaint filed Dec. 7, 1999).
Swaps Market Regulation: Hearings Before the Subcomm. on Risk Mgmt. and Specialty Crops, Comm. on Agric., Nutrition, and Forestry, 105th Cong. (1998).
The Regulation of Swaps and the Effect of The Futures Trading Practices Act of 1992, 3 J.L. & Pol'y 321, 338 (1994).
Transnor (Berm.) v. BP N. Am. Petroleum, 738 F. Supp. 1472 (S.D.N.Y. 1990).
UBS Int'l Trs. Ltd. v. Morgan Stanley Dean Witter & Co., No. 99 Civ. 8957 (S.D.N.Y. amended complaint filed Dec. 20, 1999).
U.S. Gen. Accounting Office, GAO GGD- AIMD97-8, Financial Swaps: Actions Taken or Proposed Since May 1994 (1996).
U.S. Gen. Accounting Office, GAO-GGD 97-50, Report to Congressional Committees: The Commodity Exchange Act-Legal and Regulatory Issues Remain 37 (1997).
West Virginia v. Morgan Stanley & Co., 459 S.E.2d 906 (W. Va. 1995).
7 U.S.C. §2 (2001).
7 U.S.C. §2(a)(i).
7 U.S.C.A. §6(c)(3)(K).
15 U.S.C. §77b(1).
17 C.F.R. Part 35 (1998). The Swap Exemption was adopted in 1993 under the authority of CEA section 4(c). 58 Fed. Reg. 5587 (CFTC, January 22, 1993).
146 Cong. Rec. S11867 (2000).
The Korean Journal of Securities Law, Vol. 6, No. 1, 2005

Study on the regulatory efforts on the OTC credit derivatives
in the United States and policy guidance to Korean market

Choi, Young Real

ABSTRACT

With the increase of financial and commercial transactions, various methods to manage risks related to the transactions through privately negotiated agreements between two counterparties over the counter have been developed. Recent years, the use of credit derivatives contract, one of the swap agreements, has grown very rapidly. Korea allowed securities company to handle OTC financial derivatives contract in 2005. The purpose of this study is to suggest policy guidance to Korean regulatory regimes through analysis of regulations and enforcement efforts on the credit derivative,

especially Credit Default Swap and Total Return Swap, agreements which are the most popular OTC derivatives in the United States. Regulations of Securities and Exchange Commission and Commodity Futures Trading Commission have been analyzed. Standard agreement forms used by International Swaps and Derivatives Association, Inc. which makes a leading efforts to reduce uncertainty and risks related to OTC derivatives and swaps by standardization and customization of swap transaction have been reviewed. Judicial rulings of the United States Federal Courts on the legal issues arising from swap agreement have been analyzed. Learning from the analysis of the courts?ruling is that parties may be uncertain which regulatory regime a judge will apply to their swap or credit derivatives contract. At the end, Korean regulatory systems on the OTC derivatives was reviewed to compare them with that of the United States and to suggested policy issues to the development of Korean derivatives market.

Key words : OTC derivatives, Swap, Credit derivatives, Securities and Exchange Commission, Commodity Futures Trading Commission, International Swap and Derivatives Inc, Judicial rulings, Securities and Exchange Act, Futures Trading Act, Foreign Exchange Transactions Act

1) Allen & Overy, An introduction to the documentation of OTC derivatives, May 2002, <http://www.isda.org> 참조. 상세내용 후술.

2) <http://www.isda.org>.

3) 상세내용은 III. 신용파생상품의 종류 참조.

4) Jonathan Friedland, Bankers Trust to Cancel Two Contracts About Swaps with Federal Paper, Wall St. J., Dec. 20, 1994, at A2. Federal Paper가 두 개의 스왑거래로부터 \$19 million의 손실이 발생했다고 보고; Steven Lipin, Gibson Sues Bankers Trust Over Swaps, Asian Wall St. J., Sept. 14, 1994, at 13. Gibson Greetings, Inc.가 Bankers Trust에 대해 \$20 million 상당의 스왑 손실에 대한 소송을 제기했다고 보고; Gabriella Stern & Steven Lipin, Procter & Gamble to Take a Charge to Close Out Two Interest-Rate Swaps, Wall St. J., Apr. 13, 1994, at A3. Procter & Gamble이 스왑거래의 결과 발생한 손실에 대해 세전비용으로 \$157 million을 처리할 계획이라고 보고.

5) 오승현 외, 『장외파생상품 거래의 규제에 관한 연구』 (한국증권연구원, 2000. 3), 27-28면 참조.

6) 증권거래법 시행령 제36조 제2항.

7) Swaps Market Regulation: Hearings Before the Subcomm. on Risk Mgmt. and Specialty Crops, Comm. on Agric., Nutrition, and Forestry, 105th Cong. (1998). 선물협회의 사장인 John Damgard는 국회 청문회에서 스왑과 기타 OTC 스왑은 CFTC, 은행법, SEC의 법과 관련이 있다고 GAO가 국회 소위원회에 제출한 보고서의 결론을 인용했다 Leach Swaps Bill Aimed At Regulatory Reform, Corp. EFT Rep. (Phillips Bus. Info., Inc.), June 24, 1998, available in 1998 WL 9361757 (Leach 하원의원은 ‘많은 상품들이

발명되기 오래전에 쓰여진 정의는 금융스왑에 맞지 않는다'고 말했다.)

8) OTC Swap Dealers 1997에 따르면 OTC 상품을 취급하는 미국의 주요 증권회사들은 마진과 순자본유지조건 등 broker-dealer 법을 피하기 위해 해외에서 OTC 스왑거래를 운영한다고 한다.

9) U.S. Gen. Accounting Office, GAO GGD- AIMD97-8, Financial Swaps: Actions Taken or Proposed Since May 1994 (1996).

10) <http://www.isda.org> 참조.

11) 스왑딜러는 통상적으로 스왑거래의 명목금액(notional amounts) 또는 상대방에 의해 지불되는 금액을 기준으로 수수료를 받는다. 비록 딜러가 거래당사자에게 수수료를 지급하도록 되어 있더라도, 딜러는 단순히 지급금액을 상계 처리하고 차액만을 상대방에게 지급하도록 계약을 체결할 수도 있다.

12) ISDA는 거래상대방으로 하여금 대출, 지급보증 및 유가증권의 매입(자금지원적 성격에 한함), 기타 금융거래상의 신용위험을 수반하는 금융기관의 직·간접적 신용공여를 netting할 수 있는 표준화된 Master Swap Agreement를 개발했다.

13) ISDA Market Survey, <http://www.isda.org> 참조.

14) Article IV of the 1999 ISDA Credit Derivatives Definitions, http://www.isda.org/c_and_a/docs/BASELRESPONSEII08Board.pdf 참조.

15) 1999년에 정의한 파산은 ISDA Master Agreement의 Section 5(a)(vii)를 그대로 옮기고 있다. 파산을 광의로 해석해 협의의 의미의 파산 외에 영국과 미국 뉴욕주 법률에 의한 지급불능 관련 소송 등 다양한 사건을 포함한다. Article IV of the 1999 ISDA Credit Derivatives Definitions.

16) 의무조기이행은 지급실패의 경우를 제외한다. 신용파생계약 관련 의무가 준거상대방(reference entity)의 채무불이행으로 인해 만기 이전에 도래하여, 예정된 금액을 지급해야 할 때 발생한다. 채무불이행 조건은 최소한의 경계금액을 정해서 신용사건이 발생하더라도 약정한 금액이 미리 정한 경계금액을 반드시 초과해야 지급의무가 생긴다.

17) 지급거절 또는 지급정지는 준거상대방 또는 정부가 계약을 파기(disaffirm), 포기(disclaim) 또는 관련된 의무의 타당성(validity)에 의문을 제기할 때 발생한다. 채무불이행의 경계조건은 미리 구체적으로 정할 수 있다.

18) 구조조정은 준거상대방 또는 정부기관과, 의무를 부담하기로 한 당사자간에 합의한 계약조건의 결과가 의무를 부담한 일방에 불리하게 변할 때 발생한다. 그 결과 원금 감면, 이자지급액 감면, 지급기일 연장, 지불 우선순위 변경 또는 이들을 결합한 형태의 조정을 하게 된다. 채무불이행의 경계조건은 미리 구체적으로 정할 수 있다.

19) 신용위험 매니저들은 외환, 이자율 등 전형적으로 신용자산으로부터 파생하는 위험을 분리시키기 위해 신용스왑을 사용한다.

20) 이 두 개 이외에도 신용스프레드옵션(Credit Spread Options), 신용연계채권(Credit-Linked Notes), 신용바스켓스왑(Credit Basket Swaps) 등이 있다.

21) 각주 14 참조.

22) ISDA definition, <https://www.isdadocs.org/cgi-bin/indexbookstore.html> 참조.

23) 베이스스 포인트는 0.01%를 의미한다.

24) 각주 14 참조.

25) LIBOR는 유로 달러를 취급하는 세계적으로 가장 신용 있는 은행들이 대규모 대출시

기준으로 사용하는 이자율이다.

26) 신용파생상품 관련 위험에는 시장위험, 신용위험 외에 법률위험(legal risks), 업무위험(operational risk) 등이 있다.

27) 증권의 정의와 관련된 많은 불확실성이 존재한다. 어떤 특정한 금융계약의 증권여부에 대한 판단은 전통적으로 법원이 연방법률을 어떻게 해석하느냐에 의존하게 된다. 증권에 관한 연방규정은 15 U.S.C. §77b(1) 참조.

28) 7 U.S.C. §2 (2001).

29) CFTC는 상품 관련 옵션과 선물계약에 배타적인 재판관할권을 보유한다. 7 U.S.C. §2(a)(i).

30) CFTC v. Schor, 478 U.S. 833, 836 (1986) (quoting H.R. Rep. No. 93-975, at 1 (1974)).

31) Peter H. Huang, Kimberly D. Krawiec & Frank Partnoy, Swaps on TV: A Tale of Two Swaps Debacles in Prime-Time, 4 The Green Bag 257, 262 (2001).

32) Commodity Futures Modernization Act, S. 2697, 106th Cong. (2000); H.R. 4541, 106th Cong. (2000).

33) 146 Cong. Rec. S11867 (2000)에서 상원의원 Gramm은 SEC가 CFMA를 근거로 예방적 차원의 어떤 규제도 부과하지 않을 것이라고 말했다.

34) U.S. Gen. Accounting Office, GAO-GGD 97-50, Report to Congressional Committees: The Commodity Exchange Act-Legal and Regulatory Issues Remain 37 (1997).

35) Transnor(Berm.) v. BP N. Am. Petroleum, 738 F. Supp. 1472 (S.D.N.Y. 1990).

36) The Regulation of Swaps and the Effect of The Futures Trading Practices Act of 1992, 3 J.L. & Pol'y 321, 338 (1994).

37) 7 U.S.C.A. §6(c)(3)(K).

38) 증권거래법 Section 3A(b)의 정의 참조.

39) Procter & Gamble Procter & Gamble Co. v. Bankers Trust Co., 925 F. Supp. 1270, 1289(S.D. Ohio 1996). 상세내용 후술.

40) Commodity Futures Modernization Act, S. 2697, 106th Cong. (2000); H.R. 4541, 106th Cong. (2000); Appendix E, Pub. L. No. 106-554, 114 Stat. 2763(2000).

41) 17 C.F.R. Part 35 (1998). The Swap Exemption was adopted in 1993 under the authority of CEA section 4(c). 58 Fed. Reg. 5587 (CFTC, January 22, 1993).

42) Part 35.1(b)(2)는 ESP를: 1) financial institutions, including banks, trust companies, savings associations, credit unions, insurance companies, investment companies, commodity pools, broker-dealers, and futures commission merchants (including floor brokers or floor traders); 2) large corporations, including business entities with total assets in excess of \$10 million or a net worth of \$1 million if it is entering into the swap in connection with its business or if the swap obligations are secured; 3) employee benefit plans, including both certain employee benefit plans subject to the Employee Retirement Income Security Act of 1974 and certain foreign persons performing similar functions; 4) governmental entities, including the United States, states, foreign governments, multinational entities, and their political

subdivisions; 5) an individual with total assets in excess of \$10 million or in excess of \$5 million and who enters into the transaction for risk management purposes로 한정하고 있다.

43) Gramm-Leach-Bliley Act의 Section 206(b).

44) British Bankers' Association, Canadian Foreign Exchange Committee, Tokyo Foreign Exchange Market Practices Committee와 연계된 뉴욕의 연방준비은행의 외환거래 위원회는 International Foreign Exchange and Options Master Agreement(FEOMA), International Foreign Exchange Master Agreement(IFEMA), International Currency Options Market Master Agreement(ICOM)를 발간했다.

45) 1992 ISDA Master Agreement 1(b).

46) 1992 ISDA Master Agreement 1(b).

47) Schuyler Henderson, Swap Credit Risk: A Multi-Perspective Analysis, 44 Bus. Law. 365, 387-88 (1989).

48) 장외파생상품, 증권스왑 또는 상품 관련 분쟁에서 법원은 특정 법률이 적용가능하면 해당 규정의 내용을 가지고 소송을 진행한다. 그러나 소송당사자들은 판사의 판단이 있기 전까지는 어떤 법률이 적용될지 확실히 알지 못하는 경우가 많다.

49) 스왑계약과 관련한 다른 청구이유는 하나 이상의 예상치 않은 상황변화에 따른 상업적 실패(commercial frustration) 또는 이행 불가능성(impracticability)이었다.

50) Procter & Gamble Co. v. Bankers Trust Co., 925 F. Supp. 1270(S.D. Ohio 1996).

51) 연방법률 위반 관련 P&G의 주장은 증권법 section 17; 증권거래법 section 10(b) 와 rule 10b-5; 상품거래법 section 4; CFTC 규정 section 32.9를 위반했다는 주장도 병행하고 있다. P&G는 오하이오주의 블루스카이법(Ohio Blue Sky Laws)과 기만적 무역관행법(Deceptive Trade Practices Act)도 주장했다.

52) Societe Nationale d'Exploitation Industrielle des Tabacs et Allumettes v. Salomon Bros. Int'l Ltd., 702 N.Y.S.2d 258(N.Y. App. Div. 1st Dep't 2000).

53) West Virginia v. Morgan Stanley & Co., 459 S.E.2d 906(W. Va. 1995).

54) Black's Law Dictionary, Bryan A. Gardner, 7th ed., West Group. 부주의(negligence) 여부를 판단하기위한 법적 기준을 설정하기 위한 가상적인 사람으로서, 이런 사람은 가치판단이나 행동의 기준 등이 특정시대, 특정사회의 보통사람으로서, 좀처럼 감정이 이성을 마비시키지 않으며, 습관과 성격이 온화한 사람을 말한다.

55) Korea Life Ins. Co., Ltd. & Morning Glory Investment (L) Ltd. v. Morgan Guaranty Trust Co. of N.Y., 99 Civ. 12175(SDNY 2003).

56) Banque Arabe et Internationale D'Investissement v. Maryland Nat'l Bank, 57 F.3d 146, 153(2d Cir., 1995).

57) Hazell v. Hammersmith & Fulham London Borough Council, 2 W.L.R. 372(H.L. 1991).

58) Sumitomo Corp. v. J.P. Morgan & Co., No. 99 Civ. 8780, 2000 U.S. Dist. LEXIS 1252(S.D.N.Y. Feb. 7, 2000).

59) 12 Commercial Laws of the World 40(Foreign Tax Law Pubs. 1993). "이사회는 관리자에게 다음과 같은 의사결정을 위임할 수 없고 반드시 이사회에서 결정해야 한다:... (2) 대규모 금액의 차입..."

- 60) UBS Int'l Trs. Ltd. v. Morgan Stanley Dean Witter & Co., No. 99 Civ. 8957(S.D.N.Y. amended complaint filed Dec. 20, 1999).
- 61) Springwell Navigation Corp. v. Chase Manhattan Bank, No.99 Civ. 11855(S.D.N.Y. complaint filed Dec. 7, 1999).
- 62) BankAtlantic v. Blythe Eastman Paine Webber, Inc., 955 F.2d 1467(11th Cir. 1992).
- 63) Benjamin Cardozo, The Nature of the Judicial Process, in Selected Writings of Benjamin Nathan Cardozo 107, 152, Margaret E. Hall ed., 1947("some relations in life impose a duty to act in accordance with the customary morality and nothing more. In those the customary morality must be the standard for the judge.").
- 64) Procter & Gamble Co. v. Bankers Trust Co., 925 F. Supp. 1270, 1290(S.D. Ohio 1996)(citing Banque Arabe et Internationale d'Investissement v. Md. Nat'l Bank, 57 F.3d 146(2d Cir. 1995)).
- 65) 증권거래법 시행령 제36조의2.
- 66) 선물거래법 제2조 제1호에서 규정하고 있는 농산물·축산물·수산물·임산물·광산물·에너지에 속하는 물품 및 이 물품을 원료로 하여 제조하거나 가공한 물품 기타 이들과 유사한 것.
- 67) 증권거래법 시행령 제36조의2.
- 68) 증권거래법 시행령 제84조의28.
- 69) 증권거래법 시행규칙 제36조의18. 재정경제부령이 정하는 자는: 「법인세법 시행령」 제61조 제2항 각 호의 1에 해당하는 자; 「기금관리기본법」의 적용을 받는 기금; 법률에 의하여 공제사업을 영위하는 법인; 「우체국보험 특별회계법」에 의한 우체국보험적립금; 「간접투자자산 운용업법」에 의한 간접투자기구(외국의 간접투자자산운용업자를 포함한다); 「선물거래법」에 의한 선물업자; 주권상장법인, 코스닥상장법인 또는 신용평가등급이 투자적격 이상인 법인; 정부, 지방자치단체 또는 「정부투자기관 관리기본법」에 의한 정부투자기관; 국제적으로 인정받는 신용평가기관의 신용평가등급이 투자적격 이상인 외국금융기관(외국금융기관이 장외파생상품거래의이행을 보증한 자회사를 포함한다).
- 70) 선물거래법 제3조 제1항.
- 71) 한국증권선물거래소법 제15조.
- 72) 선물거래법 제23조 제1항.
- 73) 증권거래법 제2조 제8항 제8호.
- 74) 선물거래법 제93조 제1항.
- 75) 선물거래법 제93조 제1항.
- 76) 선물거래법 시행령 제35조의2.
- 77) 외국환거래법 제3조 제1항 제14호.
- 78) 외국환거래법 제3조 제1항 제17호.
- 79) 외국환거래법 제3조 제1항 제18호.
- 80) 외국환거래법 제18조 제1항.
- 81) 외국환거래법 제18조 제3항.
- 82) 외국환거래법 제8조 제1항.
- 83) 외국환거래법 제9조 제1항.
- 84) 외국환거래법 시행령 제14조. 금융기관, 농업협동조합중앙회의 신용사업부문, 수산업협

동조합중앙회와 그 회원인 수산업협동조합의 신용사업부문, 한국산업은행, 한국수출입은행, 중소기업은행, 종합금융회사, 채신관서 등이다.

85) 외국환거래법 시행령 제21조. 재정경제부장관은 법 제11조 제2항의 규정에 의하여 외국환업무취급기관·환전영업자 및 외국환중개회사(이하 “외국환업무취급기관 등”이라 한다)의 업무에 대하여 필요한 제한을 하고자 하는 경우에는 다음 각호의 기준에 의한다: 특정 외화부채에 대한 지급준비금의 최저한도를 설정하는 경우에는 외화부채의 범위, 지급준비금의 대상통화·적립시기 및 최저한도를 정할 것; 외국환매입초과액과 매각초과액의 한도를 설정하는 경우에는 외국환의 매입초과액과 매각초과액의 구분 및 한도, 그 산정기준이 되는 자산 및 부채의 범위, 산정방법, 시기 및 기간을 정할 것; 외화자금의 조달 및 운용방법을 지정하는 경우에는 조달·운용항목과 항목별 조달·운용방법을 정할 것; 외화자산 및 외화부채의 비율을 설정하는 경우에는 만기별 자금의 조달 및 운용방법과 자산 및 부채의 범위 및 기준을 정할 것; 비거주자로부터 자금을 조달하여 비거주자를 대상으로 운용하는 계정을 설정하게 하는 경우에는 설치대상 외국환업무취급기관의 범위, 자금의 조달·운용방법과 계리방법의 기준을 정할 것; 외국환업무취급기관의 외국환계정의 계리기준을 정하는 경우에는 계정과목과 계리방법을 정할 것; 외국환업무에 따른 위험관리기준을 설정하는 경우에는 대상업무 및 기준을 정할 것; 외국환중개업무에 대한 기준을 설정하는 경우에는 대상업무 또는 운용방법을 정할 것; 환전영업자에 대한 환전업무기준을 설정하는 경우에는 외국통화의 매도에 대한 제한대상 및 기준을 정할 것.